全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的新主张

股神眼中的新经济及其独特的投资技巧

〔美〕罗伯特·海格卓姆 著

巴菲特为什么排斥"新经济"？
因为它具有不可预测性
巴菲特为什么接受"新经济"？
因为它已成为不可阻挡的潮流
巴菲特从不拿投资人的钱冒险，所以，投资者信赖他
巴菲特有自己独到的投资理念，所以，他能成为"股神"



海南出版社 三环出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的新主张

股神眼中的新经济及其独特的投资技巧

[美] 罗伯特·海格卓姆 著

海南出版社 三环出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Essential Buffett: Investment Principles for the New Economy

By Robert G. Hagstrom
Copyright © 2001 by Robert G. Hagstrom
Chinese Translation Copyright © 2004 by Hainan Publishing House
All Rights Reserved. Authorized translation from the English language edition published by John Wiley & Sons, Inc.
中文简体字版权 © 2004 海南出版社
本书经授权译自 John Wiley & Sons 公司出版的英文原著

版权所有 不得翻印

版权合同登记号：图字：30-2001-30 号
图书在版编目（CIP）数据
巴菲特的新主张／［美］海格卓姆（Hagstrom,R.）著；岳恒，郭晓鹏，岳龙 译；—海口：海南出版社；三环出版社，2004.6
书名原文：The Essential Buffett
ISBN 978-7-80700-068-6
Ⅰ.巴.... Ⅱ.①海...②岳...③郭...④岳... Ⅲ.股票—证券投资—经验—美国 Ⅳ.F837.125
中国版本图书馆 CIP 数据核字（2004）第 059992 号

巴菲特的新主张

作　　者：［美］罗伯特·海格卓姆（Robert G.Hagstrom）
译　　者：岳恒　郭晓鹏　岳龙
责任编辑：刘德军
特约编辑：李　鹏
装帧设计：邱小强
责任印制：周松涛
印刷装订：北京顶佳世纪印刷有限公司
读者服务：杨秀美
海南出版社 三环出版社 出版发行
地址：海口市金盘开发区建设三横路 2 号
邮编：570216
电话：0898-66812776
E-mail:hnbook@263.net
经销：全国新华书店经销
出版日期：2007年4月第1版　　2007年4月第1次印刷
开本：787mm × 1092mm　1/16
印张：19
字数：230 千字
书号：ISBN 978-7-80700-068-6/F · 15
定价：36.00 元

本社常年法律顾问：中国版权保护中心法律部
【版权所有，请勿翻印、转载，违者必究】
如有缺页、破损、倒装等印装质量问题，请寄回本社更换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

今天的投资者能够获得很多信息，但“理解力”仍然是一种稀缺的资源。理解并实践真正有效的投资理念，你将发现本书中所阐述的巴菲特投资原则是最棒的，而且百试不爽。

作者罗伯特·海格卓姆在本书中为读者总结出巴菲特的投资智慧和投资忠告，并说明了这些投资技巧在投资技术性公司、小盘股和跨国企业时的具体应用。

——这些可都是巴菲特以前从来没有透露过的不传之秘！

正是坚定不移地实践着这些独树一帜的投资策略，巴菲特才建立起了数十亿美元的商业帝国。本书为你揭示了下面这些可以用在任何投资决策中的核心原则：

- 投资一个行业而非一只股票——如果明天你取代CEO的位置，你会怎么看待某家企业的经济状况？
- 每次交易都要明确一个安全边际（margin of safety）——把风险降到最低
- 管理核心投资组合——精心设计一个全面的组合投资战略，该战略能够保证你把注意力集中在少数几个效益显著的公司上
- 不要投机、切忌冲动——这是无数投资者血泪换得的教训，而且也是最难做到的

《巴菲特的新主张》
将向你证明巴菲特的投资框架完全能够指导今天的投资活动

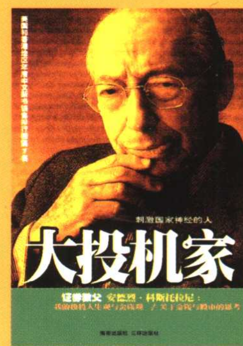


出版人◇苏斌　刘靖
总策划◇任建成
销售咨询◇(010) 84966015-88
主页链接◇ www.hnbook.com
装帧设计◇第三工作室

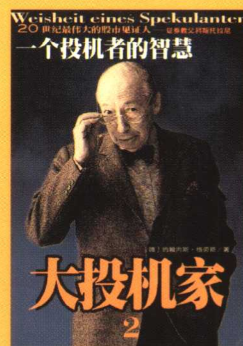
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

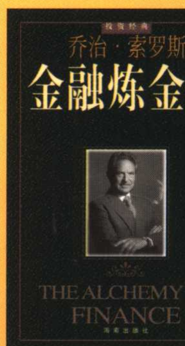
【投资经典】

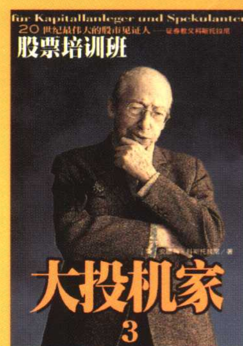
用最宝贵的时间读最有用的书



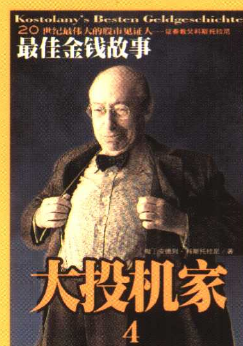


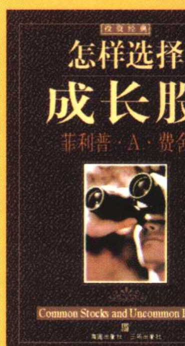












全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特为什么排斥“新经济”？
因为它具有不可预测性
巴菲特为什么接受“新经济”？
因为它已成为不可阻挡的潮流
巴菲特从不拿投资人的钱冒险，所以，投资者信赖他
巴菲特有自己独到的投资理念，所以，他能成为“股神”



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

今天的投资者能够获得很多信息，
但“理解力”仍然是一种稀缺的资源。
理解并实践真正有效的投资理念，
你将发现本书中所阐述的巴菲特投资原则是最棒的，
而且百试不爽。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序 言

Foreword

投资依赖于环境。最好的投资建议是普遍适用的、永恒的，但是，如果你依靠这些建议来精确指导今天要做的事情，就会发现它们并不是很有帮助。“低价买进，高价卖出”是适用于所有投资环境的建议。无论你是21世纪的沃伦·巴菲特（Warren Buffett），正在买进垃圾债券，或者是19世纪的罗斯查尔德（Rothschild），正在萧条时期痛苦挣扎，抑或是公元前500年，苏格拉底之前的哲学家泰勒斯（Thales），正在商业市场上积聚财富，这条建议都一样适用。它的不足之处在于：如果你知道何为高、何为低，你就不需要这条建议了；但是如果你不知道，你就不需要它，因为你根本就不会运用。

建议越具体，其适用性就越依赖于当时的具体环境。所有投资问题的答案都是一样的：视具体情况而定。技术股票是不是好的投资选择？从1996年到1999年间，它们确实是，但是在2000年，它们的跌幅达到了历史最高水平。

股票较之于债券是不是一种更好的长期投资措施呢？这也要视具体情况而定。如果你的投资时间是从20世纪20年代晚期到40年代晚期，那么答案是否定的。但如果你的投资是从20世纪40年代晚期到60年代晚期，那么答案会是“当然是”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间跨度一样长，可是结果却完全相反。当答案是“视具体情况而定”时，就是说，问题是依赖于当时的具体环境的。

依赖于具体的环境，这就是那么多的投资文章在几个星期后就变得一无用处的原因。投资建议越具体，它过时得就越快。没有人去读华尔街大公司去年的投资战略文章，以获得如何投资的指导。市场对投资类书籍的需求也是视具体环境而变的。20 世纪 70 年代早期到中期关于货币危机的书充斥畅销书排行榜，20 世纪 80 年代早期通货膨胀类标题的书籍俯拾皆是，而现在，关于互联网的书籍大潮刚刚席卷而过。

能称得上长期有用的投资书籍并不多。《股票作手回忆录》（*Reminiscences of a Stock Operator*）可算是一本。大多数专业投资者和几乎每一位成功的商人都读过，并且都认为它值得一读。这本书讲述的是传奇股票投资家杰西·里维莫（Jesse Livermore）鲜为人知的故事。书中故事由里维莫自己讲述，由爱德温·李费佛（Edwin Lefevre）加以记录，李费佛被列为本书的作者。这本书的价值在于它描述了发生在每一个投资时期的事件以及里维莫所采取的措施。他能够辨别这些事件的模式，并从中获利。事实上，他并不特别擅长于洞察那些表面相似而实质上大相径庭的模式。他获了不少利，也损失了一些钱。最后一次的损失导致他在雪莉·荷兰旅馆（Sherry Netherland Hotel）的吸烟室里饮弹自尽。

另外一本著名的关于投资的书是《客户的游艇在哪里?》（*Where Are the Customer's Rachts*?），这本书之所以著名，更多的是由于书名而非书的内容。书的作者是弗雷德·施维德（Fred Shwed）。这是一本描述某个时期景象的引人入胜的书，是对一个几乎已经消失的世界的有趣描述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序 言
Foreword

最珍贵的投资书是那些让每一个对投资感兴趣的人都能有所收获的书。这些书讲述、阐明或者传授某些东西，它们适合在不同的时期和环境中被反复阅读，而且能加深我们对当前投资环境的理解，或者提高我们洞察当前形势的能力。

对于价值投资者，有一本经典书籍，即本·格雷厄姆（Ben Graham）的《聪明的投资者》（*The Intelligent Investor*）。这本书在20世纪40年代晚期首次出版，它反映了格雷厄姆的上一本书《证券分析》的内容，而没有做大的改动。不读《聪明的投资者》，你可能也会成为一个好的投资者，但是读了它，你会做得更好。格雷厄姆激发了一代优秀投资者的思想，并且为这种思想的发展确定了框架，而其中最有名的，当然就是沃伦·巴菲特了。

我第一次注意到巴菲特是在20世纪70年代中期，通过阿戴姆·史密斯（Adam Smith）的《超级资金》（*Super Money*）这本书。这本书是讲述作者自己在20世纪60年代的牛市上，即在金钱游戏中的销售奇迹的，现在已经脱销。《超级资金》是在1969年和1970年股市严重下挫和宾州中央铁路公司破产之后写成的，书中在第5章介绍了巴菲特，标题为“某人一定作出了正确的决策：大师的经验”。这一章是通过描述巴菲特的活动和他在40岁出头就轻易致富的故事，来讲述格雷厄姆的边际安全性和内在价值准则的。与弗雷德·卡尔、弗雷德·梅茨、盖瑞·特塞这些20世纪60年代著名的资金经理人不同，当巴菲特认为过度投机已经损害了继续投资所必需的边际安全性之后，就解散了他的合伙公司，从而避免了破产的命运。

当时我才20多岁，立即就被巴菲特这种白手起家的经历吸引住了。到39岁解散合伙公司时巴菲特已经身价2500万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据阿戴姆·史密斯的叙述，巴菲特从他的朋友和家人那儿借了些钱，然后"把自己的卧室当作办公室，坐在那里，读各种指南文章……"，他只买"简单的股票，这些股票全都容易理解，他有很多时间和孩子们在一起，玩手球，然后坐等财富增长"。我自己是一个不折不扣的懒人，我觉得这种方式听起来相当不错。赤手空拳开始，读读文章，买几只股票，等待，变富，然后在40岁之前就退出。

我读了本·格雷厄姆的书，然后开始找关于巴菲特的文章。我从朋友们那儿借了些钱，开始买股票，专门买那些简单、易于理解的股票，以较低的价格购入，更注重公司的固定资产和较高的现金流。我按照格雷厄姆的建议，关注净资产。比起尼克鲁斯·戴维斯（Nicholas Darvas）在《我如何在股市中赚了200万》（*How I Made $ 2000000 in the Stock Market*）这本书中所给的建议，我做了更多的工作。据我回忆，尼克鲁斯·戴维斯建议为股票的价格走势画出方格图。但是我有点儿担心，这样做太容易了，别人也许会抢在我前面获得超额回报。

事实上，我根本不必担心。25年后，人们依然和以前一样急于致富，没有考虑到股票背后的商业活动。市场行为依然和泰勒斯时代一样，大多数人更愿意买正在升值的股票，而不是将要升值的股票。彼德·林奇经常说，人们在买价值10000美元的股票前所做的调查研究，还不如他们买一台1000美元的冰箱前所做的调查研究多。

今天的市场较之过去，规模更大，更加深入，提供了更多的投资机会，市场运转更快，其影响也更大了。市场已经民主化了，更多的人持有股票，政府也不能像自己以前认为的那样忽视市场的力量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序　言
Foreword

各种市场都是以价值为中心的。市场的作用就是为资产定价，尽管市场体系还有很多不足，但是还没有建立一个更好的体系。价值几乎不可能被长期忽视。这一点对于书籍市场适用，对于股票市场也同样适用。

我总是对这种写书的欲望感到很困惑。如果你还不为公众所知，写作显然是那种获得经济回报最低的活动之一。我们很幸运，罗伯特·海格卓姆（Robert Hagstrom）的写作方式同我在纽约庖斯特宫（Post House）吃家庭炸鱼的方式是一样的：都是强制性的。但是，他的强制跟我的不同，他的对你们有好处。

《巴菲特的新主张》这本书修改、更新和充实了罗伯特对沃伦·巴菲特的投资方法的分析。本书不但讲述了股票的选择，还讲述了巴菲特的管理模式，巴菲特本人称之为“集中投资”。本书还包括了许多新的资料，是关于如何看待巴菲特的方法以及如何将其运用到新经济中去的。

有些投资者相信，内在价值和边际安全性是投资成功的关键因素。对于这些投资者来说，问题是如何在一个不同的社会中运用这些观念，在这个社会里，公司的价值越来越难以估计。许多旧的规则不再适用了。以前，股票不如债券的吸引力强，但是当时股票的收益却超出了债券的收益。过去，评级规则一直在起作用，直到20世纪50年代晚期，它才失去了作用，而且，从那时起，就再也没有起过作用。过去，市场上账面价值一直很低，股票以两倍于账面价值或更高的价格出售，后来发生了变化。在过去，如果股票的收益率降到3%以下，就意味着股票的价值被高估了，直到20世纪90年代早期，情况才有所不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如罗伯特·海格卓姆所巧妙阐述的那样，沃伦·巴菲特的投资理念，部分来源于他自己的经历，另外还有一部分得自查理·芒格（Charlie Munger）的推动。革新是一种方法，而不是一时冲动。相同的永恒准则一直在起作用，各种原则也总是适用的。惟一发生变化的，就是外部投资环境。

比尔·米勒（Bill Miller）
莱格·麦森信托基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言

Preface

年复一年，市场的影响越来越广。电视评论员、金融栏目作家、分析师、市场战略家都在高谈阔论，以求吸引投资者的注意。同时，个人投资者也聚集在聊天室和公告板前，交换着各种各样似是而非的、经常是误导性的小道消息。然而，尽管可以获得这么多的信息，投资者还是发现获利变得越来越难。有些人甚至不得不继续投资。股价会毫无道理地冲高，然后又暴跌。有些人是为了孩子未来的教育和自己将来的养老而投资股市的，这些人会对这种暴涨暴跌的股市感到害怕。股票市场看起来没有规律，也没什么道理，似乎是很荒唐的。

然而，沃伦·巴菲特的智慧和忠告超越了股市的疯狂。在投资环境看起来似乎更有利于投机者而不是投资者的时候，事实已经一再证明，沃伦·巴菲特的投资策略，是那些遭受损失的投资者的安全港湾。

许多年来，评论家一直认为，沃伦·巴菲特所用的投资方法很特别，不可能被别人效仿，我也认为他的方法是惟一的——当别人都在市场上疯狂地买进卖出股票的时候，巴菲特使用的“买进并持有”的方法确实很不一般。但是我也认为那种认为“只有巴菲特才能做巴菲特做的事情”的观点有欠考虑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书的目的就在于展示巴菲特的完整的方法论，让所有投资者，包括个人投资者和专业投资者，都能了解和运用这种方法。本书还阐明了如何将他的思想运用于新经济。

为了做到这点，我吸收了以前两本书的精华，强调了其核心原则，这两本书是《沃伦·巴菲特之路》（*The Warren Buffett Way*）和《沃伦·巴菲特的资产组合》（*The Warren Buffett Portfolio*），后者描述了巴菲特管理伯克夏资产组合（Berkshire Portfolio）的准则。总的来说，要详细说明巴菲特的四步投资策略，就必须总结巴菲特的基本准则：

1. 把股票当作商业进行分析。
2. 为每次买进要求安全边际。
3. 管理资产组合。
4. 保护自己，远离市场上投机行为和情绪因素的影响。

了解了这种大致框架，你就会明白为什么巴菲特的准则能够而且已经成功地运用到三个领域，而这三个领域却是巴菲特以前没有涉足的，它们是科技、小资本公司和国际股票三个领域。本书第八章“新的机遇，永恒的准则”将会使你明白，三位成功的投资者是如何把巴菲特的投资准则运用到各自的专业领域中去的。比尔·米勒，莱格·麦森信托基金的经理，解释了他是如何把巴菲特的投资方法论扩展到科技领域中的；沃利·韦茨，韦茨基金的老总，讲述了他是如何运用巴菲特的方法，投资小型和中型股票的；麦森·霍金斯，长叶基金的经理，阐述了他怎样运用巴菲特的准则投资外国公司。

许多人注意到，长期以来，巴菲特避免向科技股投资。但是，我们必须认识到，巴菲特不愿向科技领域投资并不是认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科技股难以分析。正如他在伯克夏2000年年会上所强调的，“我们不投资并不是因为我们不了解科技市场或者科技产品，而是因为我们不清楚10年后经济的可预测性。”正是由于缺乏经济的可预测性，巴菲特才不愿冒险向科技领域投资。但是，这一点不会阻碍其他人运用巴菲特的准则投资科技公司，并获得成功。

事实上，我要说，许多关于科技公司的分析报告缺乏的正是一个商人对科技公司的了解，包括对公司是如何运作的，公司是怎样产生利润的，以及作为商人该如何评价科技公司。你将会在本书关于组合投资的一章中看到，如果某家公司的经济状况缺乏可预测性，那么弥补的办法之一是减少它在投资组合中的分量；另一个弥补办法是，为买进该公司的股票要求更多的安全边际。关键的一点是：沃伦·巴菲特的投资准则是指导我们向任何一家公司投资的惟一理智的方法，不论是科技公司还是其他公司。

是否真的有“新经济”呢？尽管理论家们对这个问题仍然争执不下，我却相信确实有新经济。我们已经从19世纪的农业经济发展到了20世纪的产业经济，在目前的21世纪，很明显，我们正快速进入技术主导型的经济类型。一般地说，“技术”包含多种不同的商业和工业。与软件应用相适应的硬件机器处理大量的信息，这些信息被传送到世界各地的硬件机器和软件应用中。简而言之，同步传输技术是技术的革新，它改变了整个商业视野。

新经济对个人投资者的行为也带来了深刻影响。今天，投资者有完整的名单可以从中选出他们投资的股票。他们可以购买小资本公司的股票，而这在昨天还仅仅是风险投资的项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们可以购买世界各地市场上的外国公司股票，而且，如果他们愿意，显然他们还可以购买技术公司的股票。在新经济中，个人也能轻易获得那些不久前还被认为非常有价值的、只有投资专家才有权得到的信息。从来没有如此多的信息可以被如此多的投资者获得。在新经济中，个人不必依赖投资专家。现在他们可以通过按下按钮进行股票的电子交易，如果他们愿意，他们也可以私下里每日交换自己的401（k）退休计划情况。

在一个充斥着信息的世界里，稀缺的资源是**理解**。信息本身并不能保证投资成功。投资所需要的是能理解如何最好地运用这些信息以达到自己的目标。我们实际上是在新经济中运作的，但是投资规则并没有改变。商业仍然需要利润以顺利运营，而投资者也仍然计算着他们的利润以决定价值。一眼望去，沃伦·巴菲特，他毫不犹豫地远离了技术公司，似乎也显得远离了新经济，但是仔细观察就会发现他的投资准则是永恒的。

巴菲特在伯克夏的年度报告中写给股东们的“主席的信”非常有名，在我的早年职业生涯里，它们有着深刻的影响力。综合来说，这些信构成了我所能想像的最好的投资教科书。

在1996年的报告中有简洁而有力的一课：“作为一名投资者，你的目标仅仅是以合理的价格购买一家易于理解的公司的一部分利益，这家公司的收益在未来5年、10年或20年中，一定会越来越高。随着时间的推移，你会发现只有很少的公司符合这个标准——所以，当你发现一家这样的公司时，你就应当买下它相当数量的股票。”

不论你拥有何种水平的投资基金，不论你对什么行业或公司感兴趣，你不可能找到比它更好的试金石了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

Contents

序　言 …… 1

前　言 …… 1

第一章　不合常理的人 …… 1

第一条经验　/ 4

第二条经验　/ 6

一个更好的工具　/ 10

第三条经验　/ 13

寻找模式　/ 15

华尔街为什么忽略了沃伦·巴菲特?　/ 16

一种不同的思考方式　/ 18

第二章　世界上最伟大的投资者 …… 23

开始投资　/24

巴菲特有限合伙公司　/25

伯克夏·哈撒韦公司的早期岁月　/27

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保险公司　/27

投资其他领域　/34

巴菲特其人和他的公司　/43

第三章　金融界三个杰出人物的经验 ………………………… 49

本杰明·格雷厄姆　/49

菲利普·费舍　/63

查理·芒格　/69

综合影响　/73

第四章　收购指导：12 条不变的准则 ………………………… 79

商业准则　/81

管理准则　/86

财务准则　/97

市场准则　/103

可口可乐公司　/108

聪明的投资者　/123

第五章　集中投资：理论与机制 ……………………………… 125

集中投资：一幅宏图　/129

做算术　/134

现代投资组合理论　/150

第六章　管理你的投资组合：集中投资的挑战 …………… 163

约翰·梅内德·凯恩斯　/165

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查理·芒格合伙公司 /168
美洲杉基金 /170
娄·辛普森 /173
3000 集中投资者 /176
衡量业绩的更好方法 /180
像树懒一样行动的两个好理由 /192
合理的警示标签 /197

第七章 资金的情感面 …… 201

真正的投资者的性情 /202

第八章 新的机遇，永恒的准则 …… 221

超越巴菲特 /222
科技股票 /224
小型和中型的资本公司 /237
国际股票 /244
向最好的学习 /254

注 释 …… 257

致 谢 …… 274

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 不合常理的人

The Unreasonable Man

45 年前，沃伦·巴菲特开始了他管理资金的职业。当时，巴菲特相当年轻，只有 25 岁，资金也相对较少（其中他自己的投资只有 100 美元），巴菲特就这样开了一家投资合伙公司。在家人和几个要好朋友的支持下，巴菲特合伙公司正式开始运作了，当时公司有 105000 美元和 7 个有限责任合伙人。

巴菲特给自己设定了一个很高的目标：公司每年要超出道·琼斯工业平均指数 10 个百分点。他达到了这个目标，并且还超出了这个目标。从 1956 年到 1969 年公司解散时，巴菲特创造出平均每年比道·琼斯指数高出 22 个百分点的收益。就这样，公司控制了一家名为伯克夏·哈撒韦的纺织品公司。在 35 年的时间里，巴菲特公司的账面价值从每股 19 美元涨到每股 37987 美元，也就是以 24% 的复合年率增长。难怪沃伦·巴菲特最近当选为 20 世纪最伟大的投资家。

当我们回头来看沃伦·巴菲特的一生时，我们就会发现有几段重要的经历对巴菲特的成功很有帮助。他是在一个充满爱的家庭中长大的，父母强调中西部价值观，要求他遵守道德准则。他的父亲，一名股票经纪人和国会议员，强调在所有的交易中，不论是同客户还是同公众的交易中，都应当诚实和正直。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从一开始，年轻的巴菲特就具备企业家的素质，他很快学会了了解1美元的价值，以及增加1美元的价值。总的来说，巴菲特的早期个人经历为其一生提供了道德指南。

除了这些牢固的道德基础之外，巴菲特对知识似乎有永不满足的胃口。当他还在他父亲的经纪公司工作的时候，就如饥似渴地阅读所有能找到的投资书籍，这些书籍最终把他引向了最伟大的投资著作：本·格雷厄姆的《聪明的投资者》。

但是，认为巴菲特的投资成功仅仅是优良品性与良好教育相结合的结果是远远不够的。在这点上，我们还必须加上勇气和自信这两个重要的因素。巴菲特坚信他父亲和本·格雷厄姆教给他的东西，所以当他发现自己的观点和华尔街流行的观点不一致的时候也无所畏惧。这种品格，我们称之为“智慧敌对”，更有助于沃伦·巴菲特获得显著的成功。

“符合常理的人让自己适应这个世界，”萧伯纳（George Bernard Shaw）这样写道，“不合常理的人坚持让世界适应他们自己。因此，所有的进步都有赖于不合常理的人。”[1] 我们是否应当得出结论说，沃伦·巴菲特是个“不合常理的人”呢？要得出这个结论，我们需要假设沃伦·巴菲特的投资方法代表了金融界的进步，这个假设我强烈认为可以作出。因为，如果我们看一看“符合常理的”人们的近期成就，就会发现，我们看见的，往好处说是普普通通，往坏处说，简直就是灾难。

在1973年到1974年的熊市过去之后，美国经济经过了几年困难时期，直到1981年，我们才最终甩掉了高通胀和高利率的束缚，开始步入新的牛市。这才是真正的牛市！在过去20年，我们都看见了道·琼斯工业平均指数从1000点上升到了10000点以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个价格非常时期的另一个有意思的趋势是个人投资者的活动和利率水平都有所提高。通过利用个人退休账户、自我指导的401（k）计划、折扣经纪人以及电子交易，个人在管理自己的金融事务中可以承担更多的转手作用，其结果是把大量的金融资产和作出决定的过程从专业投资人士手中转移出去。

这绝不是意味着专业投资人士就无所事事了。相反，他们忙于设计程序交易、杠杆收购、衍生证券以及指数期权，而且以令人炫目的速度设立了成百上千的封闭式基金。这些基金表现出了能够撼动金融市场、冲击外汇以及给整个国家的经济带来风险的巨大能量。这种“我能比你设计出更复杂的工具”的持续游戏，为了在最短时间内创造出最大的收益，已经到了疯狂的地步，这种游戏让许多投资者感到害怕。

今天，资金经理人之间的区别已经没有那么明显了。基础研究已经被快速运转的电脑所取代；黑匣子代替了管理会谈和公司调查；自动化代替了直觉。结果，专业资金经理人加大了我们持有的金融证券和这些证券所代表的商业之间的距离，难怪普通的投资者越来越倾向于自己投资，难怪消极的指数投资越来越流行。大多数资金经理人无法给客户的账户增值，积极的资金管理越来越被认为是“卫星”战略，是依附于大的指数战略的小策略。

在过去几十年间，资金经理人在多种不同的投资方法之间来回摇摆：小资本法、大资本法、增长法、价值法、要素法、主题法以及部门轮换法。在某种意义上，每种方法都能获得金融上的收益，但是同时，每种方法都让其追随者耽于几十年的平庸。

巴菲特是个例外，他很少经历业绩不佳的痛苦时期。他的投资业绩，根据过去45年的记录，一直都非常优秀。使得他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记录一直这么良好的原因是，尽管市场一直在变，但巴菲特的投资策略却几乎没有变。当其他投资者和投机者们追随时尚，并被许多深奥的投资方法愚弄的时候，巴菲特一直坚持着他的常识性的方法，这个方法帮助他积聚了数十亿美元的财富。

他是如何做到的呢?

当我们研究巴菲特的成功，并把他的方法和其他大多数投资者的实践进行对比的时候，我们能够很容易地找到三个关键的不同点。这些差异与巴菲特的方法有关：

1. 分析股票。
2. 管理投资组合。
3. 考虑股票市场。

第一条经验

把股票当作商业进行分析

巴菲特投资的时候，他看到的是商业。他看股票的时候，飞快地扫一眼价格，并开始分析这项商业的收益。巴菲特逐一分析这些股票是否符合商业准则、管理准则和财务准则，这些准则代表了他的投资分析核心（见第 79 页）。接下来，他会计算出这些商业的价值。这时他才去看股票的价格。

其他投资者大多都只看股票价格。他们花费过多的时间和精力去观察和预测股价变化，对股票代表的商业却不甚了了。即使当投资者们估算股票价值的时候，他们使用的也是单因素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模型，比如价格—收益比、成本价格、分红收益等。但这些简单的方法并不能说明公司的价值，这一点我们后面会谈到。

我相信，这是有助于解释巴菲特投资成功的关键的一点。大多数人只看见股票因素，而巴菲特分析的是全部商业因素。

巴菲特独特的商业经历使他具有不同于其他投资者的优势。通过持有和管理多种商业，同时投资于普通股票，他获得了第一手的经验。在他的商业冒险中，他经历过成功，也遭遇过失败，他把这些经验和教训都运用到了股票市场。

其他专业投资人士没有经历过这种教育。当他们忙于学习资产定价模型、贝它（β）以及现代投资组合理论的时候，巴菲特正在研究他的公司的收入报告、平衡表、资本再投资需要以及现金创造能力。

这种直接经验带来的洞察力，只有通过实践才能获得。正如巴菲特自己所说："你怎么能向一条鱼解释在陆上行走的感觉呢？在陆上真正走一天胜过口头上谈论陆上行走1000年，而管理一家公司一天的价值与此完全相同。"[2]

拥有和管理公司给巴菲特带来了明显的益处。但是，我并不是想暗示说，采用沃伦·巴菲特的准则，要获得成功，你就必须先管理一家公司。无论是否曾经管理过公司，对所有投资者来说，最重要的是，分析股票的时候，就好像他们确实管理着这家公司。

把股票看作商业

用心了解公司的经济状况，就好像明天你将成为公司的CEO那样。然后，再查看股价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特相信，投资者了解公司的方式应当与商人一样，因为从根本上说，他们两者想要得到的东西是一样的。商人希望买下整个公司，而投资者希望购得公司的一部分。如果你问商人，他们购买公司的时候考虑的是什么，你经常得到的答案是："公司能带来多少现金收益?"财务理论表明，随着时间的推移，公司的价值与其现金创造能力有直接关系。那么，从理论上说，商人和投资者应当了解相同的变量。

"在我们看来，"巴菲特说，"学习投资的学生只需要学好两门课程：如何确定一家公司的价值，以及如何看待公司的市价。"[3]

任何想效仿沃伦·巴菲特的投资方法的人必须学习的第一步是，把股票当作商业，这是首要的，也是最重要的。"任何时候，当我和查理（芒格）为伯克夏公司购买普通股票的时候，"巴菲特说，"我们都把交易当作购买私人财产一样处理。我们了解公司的经济前景，了解管理公司的人们以及我们必须支付的价格。"[4]

第二条经验

资金不要太分散，股票的转手也勿过快

1996 年，斯蒂芬·J·古尔德（Stephen Jay Gould），著名的生物学家和高产作家，也是扬基债券的痴迷者，发表了其新作《从柏拉图到达尔文：精英全记录》（*Full House: The Spread*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

of Excellence from Plato to Darwin）。古尔德对生命的复杂特性很着迷，他集中研究了不同组织的变化。在这本书中，古尔德第一次谈到了棒球队400点以上成绩的消亡。

根据记录，从1901年到1930年，在9个赛季中有不止一位选手击出了400点以上的好成绩。然而，在随后的68年中，只有一位赛手取得了这样的成绩：泰德·威廉姆在1941年击出了406点的好成绩。

从这些数据中，我们也许会得出结论，随着时间的推移，赛手们的球技变差了。但是，古尔德希望我们重新考虑一下，因为这些数据很容易误导我们。他认为有另外一个因素在起作用，即击球的技术没有变得更差，而是防卫技术更完善了。掷球更复杂了，接球技术更好了，整个球队组织全面防御凶猛进攻的能力也更强了。古尔德解释说："随着技术的进步和曲线球击向右侧，右尾的变化也会减少。这样，随着棒球技术的不断提高，400点的击球成绩就会消失。"[5]

彼德·L·博恩斯坦恩，《综合管理期刊》的创刊编辑，也是两本优秀的金融著作——《资金概念：当代华尔街起源之谜》和《与上帝作对——著名的风险理论》的作者，他也赞同古尔德关于棒球400点的理论，并且把这个理论运用到商业综合管理方面。他说："关于证券投资组合经理人的表现的资料同棒球比赛中所发生的一切惊人地相似。"[6] 博恩斯坦恩认为，证券投资组合经理人很难有卓越表现是因为投资管理的教育和知识水平在不断提高。当越来越多的人掌握越来越多的投资技巧的时候，少数出类拔萃的优秀人物做出出色表现的机会也就越来越少了。

这实在是一个非常有趣的类比。根据这一理论，我们可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推论，像沃伦·巴菲特这样的重量级人物也会被慢慢淘汰出局，只要市场是一个有着众多消息灵通、才智卓越的投资者的有效市场。事实上，博恩斯坦恩也指出，参照标准普尔500指数，比较一下伯克夏·哈撒韦公司的记录，不难发现它在20世纪60年代和70年代的记录要好过80年代和90年代。但是，我要反驳这点，因为，现在股票市场的竞争比以前更激烈，而且伯克夏的资金基数变大了，这些都是不利因素。考虑到这些不利因素，沃伦·巴菲特仍然称得上是一位400点以上的超级击球手。

博恩斯坦恩在他的文章《去年的400点击球手在哪里?》中，没有对投资组合经理人的表现作出完全分析，他还留有一手。他说，要成为一名超级击球手，投资组合经理人必须“**愿意孤注一掷，如果其目的是获得超出一般的回报**”（强调语是后加的)。[7] 在我看来，所谓的“孤注一掷”指的就是将投资资金集中在不超过20种股票的投资组合上。博恩斯坦恩认为，错误追踪的风险和高标准偏差会让投资组合经理人拒绝采用那种品种少的投资组合。事实还是那样：品种少的投资组合获得高市场回报率的机会最多，只有400点以上的超级击球手才能带来“超级回报”。

这样，当我们打开博恩斯坦恩的后门张望一下时，就不会感到吃惊了。我们会看见谁呢？杰出的金融专家：约翰·M·凯恩斯（John Maynard Keynes)，菲尔·费舍（Phil Fisher)，沃伦·巴菲特，查理·芒格（Charlie Munger)，娄·辛普森（Lou Simpson）和比尔·瑞尼（Bill Ruane)，这些人我们后面都会谈到。正如一名年轻的新手会专注地观察泰德·威廉姆斯（Ted Williams)，我们也将从研究这些超级击球手的进攻姿势和挥动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手臂的动作中学到很多。就像巴菲特曾说过的那样："生活的关键是描绘出谁将是那名球手。"[8]

打出高分球的最好办法是：不要瞄准每一个球；要等到合适的机会再出手。

* * *

在市场上出手不凡的最好办法是：不要买进成千上万的股票；要等待那几个难得的机会。

一个投资者应当买进多少种股票呢？巴菲特会告诉你，这取决于你的投资方法。如果你能对商业进行分析和评价，那么你并不需要很多种股票。作为公司的一个买主，没有任何规定要求你应当拥有主要工业股票以外的别的股票，也没有要求你必须投资 40、50 甚至 100 种股票以达到投资分散。甚至现代金融业的高级专家也认为："包含 15 种股票的投资组合就已经达到了分散投资的 85%，投资 30 种股票时，比例会上升至 95%。"[9]

巴菲特认为，需要广泛分散投资的人是那些根本不知道自己在做什么的人，即一无所知的投资者。如果"一无所知"的投资者想要购买普通股，他们应当在较长时间慢慢买进大量证券。换句话说，他们应当运用指数基金和美元成本来平衡他们的买进。关于这项简单的技巧没什么可害羞的。实际上，巴菲特说，指数投资者将比大多数投资专业人士表现得更好。他又评论说："矛盾的是，当'哑钱'认识到它的局限性时，它就不再是哑钱了。"[10]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个更好的工具

如果采纳巴菲特的投资策略，只需在观点上稍做改变，可能会有更多的投资者遵循他的建议。不幸的是，运用巴菲特的方法不仅需要改变观点，而且需要在评价商业表现和沟通交流方面作出改变。

传统的衡量商业表现的工具是价格变化：买进股票时的原始价格同它现在的市价的差额。从长远来看，股票的市价应当接近商业的价值变化。然而，从短期看，股价背离公司价值的幅度非常大，影响股价变化的因素并非是公司的效益增长。问题在于大多数投资者是用短期股价变化来衡量他们投资方法的成功与否。不幸的是，这种短期股价变化通常和持续变化的商业经济价值无关，而和其他投资者的行为预期有关。

另外，投资专业人士的客户们要求他们按季报告运作情况。在等待组合投资价格以预定比率上涨的过程中，客户们经常会失去耐心。如果他们没有看到短期投资回报，他们就会感到不满，并怀疑专业人士的能力。意识到他们必须改进短期投资操作，否则就有可能失去客户时，投资专业人士不得不追捧股票价格。

巴菲特认为，用短期股价评价公司的成功与否是极其愚蠢的。他的做法是，让公司向他报告经济增长以确定公司的价值。他每年查看一次几个变数，包括证券收益、营业利润的变化、负债水平、资金支出以及公司的现金收益增长。如果这些经济指标都在提高，巴菲特知道，从长期来说，股票的价格也会反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

映这种增长。股价短期内的变动并非都是合理的。

不要根据其股价的短期变动来判断一个公司成功与否，而应当考虑公司的商业基础。

以经济指标为标准衡量公司状况的困难之处在于，用这种方式报告公司的运营情况尚未形成惯例。客户和投资专业人士都已习惯于遵循股价。股票市场每日报告价格变动情况。客户的每月账户情况报告反映股价的变动，投资专业报告也是以股价为基础按季总结的。要解决这种两难局面，就应当运用巴菲特“审核”收入的概念，这个概念我们将在第六章中详述。巴菲特解释说，商业老板的目标是创建一个公司组合，这个组合在 10 年后会创造出最大的收益。

当收入增长取代价格变化成为你的管理组合中最优先的要素时，许多情况都会随之发生变化。首先，你不会仅仅因为有利可图就卖掉你最好的企业。具有讽刺意味的是，企业的经理人只有在经营自己的企业的时候才会明白这一点。巴菲特解释说：“有严肃的长远计划的母公司不会不管价格就卖掉其分公司。”[11]希望提高其公司价值的 CEO 不会出售公司的核心部分，然而却有可能一时冲动卖掉他个人投资组合中的某只股票，而不想想“天上不会掉馅饼”。巴菲特说：“我们认为，在商务中有意义的情况在股票方面也同样有意义：通常，一个投资者对其持有的优秀公司的部分股票，应当像他拥有整个公司一样有毅力和耐心。”[12]

当作自己拥有公司的组合，而非拥有股票组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

既然你管理着多家公司的组合，你就不仅应当避免出售你最好的公司，还应当在你挑选新的收购公司时，倾注更多的关心。作为公司组合的经理人，你必须抵抗那种仅仅因为有现金就购买一般公司的诱惑。如果公司不符合你的标准，就不要购买，要耐心等待合适的公司。那种认为如果你不买进卖出就没有前进的想法是不正确的。在巴菲特看来，一生要作出成百上千的精明决策过于困难。他宁愿稳定自己的投资组合，这样他就只需要作出几个正确的决策。

泰·考伯（Ty Cobb）曾经说过："泰德·威廉姆斯对于棒球，比其他活着的人看到的更多——但是他要的是一个完美的掷球。"这也许能够解释为什么在过去 70 年里威廉姆斯是惟一击出 400 点以上成绩的击球手。沃伦·巴菲特非常欣赏泰德·威廉姆斯，而且，他在几个场合中，和伯克夏的股东们分享威廉姆斯遵守规律的方法。在《击球的学问》（*The Science of Hitting*）一书中，威廉姆斯解释了他的技巧。他把击球分成 77 个单元，每一个就像棒球那么大。现在，巴菲特说："威廉姆斯知道，如果只在'最好的'单元里击球，他就会击出 400 点；但是如果在'最坏的'单元击球，也就是在击球区低的外角，他的点数会降到 230 点。"[13]

很明显，威廉姆斯的击球建议和投资有相似之处。对巴菲特来说，投资就是一连串的"公司"掷球，要获得高于一般水平的业绩，他必须等待，直到某家公司穿过击球区到达"最好的"单元。巴菲特相信，投资者过于频繁地击糟糕的球，他们的业绩就会受到坏的影响。也许，并不是投资者不能认出好的掷球，困难之处在于投资者无法抵御挥动球棒的诱惑。

不要挥棒击打那些低的和出界的球。要学会等待那些好的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掷球。威廉姆斯在等待他最好的来球时，冒着出局的风险。在这方面，巴菲特说，投资者要简单一些，不像威廉姆斯，“即使我们有三次没有击那些刚好在击球区内的来球，也不会出局。”[14]

第三条经验

理解投资与投机的差异

投资者与投机者的差异在哪里呢？几个伟大的金融思想家，包括约翰·梅内德·凯恩斯、本·格雷厄姆以及沃伦·巴菲特都曾经解释过投资与投机的差异。

根据凯恩斯所说：“投资是预测资产未来收益的活动，而投机是预测市场心理的活动。”[15]对格雷厄姆来说，“投资操作就是基于透彻的分析，确保本金的安全并能获得满意的回报。不能满足这个要求的操作就是投机。”[16]巴菲特相信：“如果你是投资者，你所关注的就是资产——在我们这里是指公司——未来的发展变化。如果你是投机者，你主要预测独立于公司的价格的变化。”（OID）[17]

他们都同意这种说法：投机者对猜测未来价格感兴趣，而投资者知道未来的价格与资产的经济状况紧密相关，因而主要关注基础资产。如果他们的看法是正确的，那么，显然，今天在金融市场上的主要活动是投机而非投资。

也许，我们看待这个问题的方式错了。也许我们不应当大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

声争论什么是投资什么是投机，而应当更关心自己的知识。[18]

我越来越相信，随着我们对公司运转和股价变动的理解的加深，随着我们开始理解集中投资组合而非分散化的投资组合，我们获得了超出指数基金业绩的最好机会；随着我们理解高转手率的投资组合增加了我们的投资成本，而低转手率的投资组合增加了我们的潜在收益，我们已经开始积累知识，这些知识把我们推向集中投资的途径。

同样重要的是，当我们开始了解到，预测股市未来的行为在数学上是不可能的，我们就开始以怀疑的态度看待任何投机策略，这些投机策略试图从预测股价的变化中获利。

而且，当我们了解了判断错误的负面心理影响后，查理·芒格非常强调这一点（这一点将在第七章中详细讨论），我们就会提醒自己不犯愚蠢的错误。投资的心理非常重要，而芒格通过强调应当注意投资心理，给所有投资者提了个醒。我们可能会对经济状况和概率情况做出正确判断，但是，如果我们允许自己的情感因素干涉甚至推翻自己的正确判断，那么，在这点上，集中投资方法就没有什么益处——其他任何一种投资方法也不会有。

重要的是要记住，集中投资方法并不是适合每一个人。这是一种独特的方式，这种方式与大多数人对投资的看法不同。“每一个人，”查理说，“必须根据自己对边际效用的考虑和自己的心理状况来进行投资。如果损失会使你很悲惨——有一些损失是难免的——那么你最好采取保守的投资方式，并攒下生活费用。”（OID）[19]

巴菲特同意这种方法。只要你的投资时间跨度很长，集中投资的风险，巴菲特说，“就成为你自己的风险——你是否相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信自己对公司真实基础状况的判断，而并不怎么在意股市的风险。”（OID）[20]

寻找模式

“思想的某些东西，与寻找真实和假想的模式相连，却与基础的混乱状态相对。”[21]这些话是乔治·约翰逊（George Johnson）在《思想的火花》（*Fire in the Mind*）一书中所说，反映了所有投资者面临的两难问题。思想渴求模式，约翰逊说，模式表明秩序，秩序允许我们计划和利用我们的资源。

我们必须理解的是，沃伦·巴菲特一直在寻找模式——那种在分析公司时可以找到的模式。他知道，这些商业模式，在某一点上会反映未来的股价变化模式。当然，股价的变化模式并非一定遵循商业模式的每一个变化，但是，如果你投资的时间跨度足够长，那么，显然价格模式最终会和商业模式相吻合。

太多的投资者在错误的地方寻找那些模式。他们确信，一定有某个预测短期股价变化的模式。但是，他们错了。没有任何模式可以预测未来股市的发展方向。没有完全重复的模式。然而，那些投资者们仍在寻找。

在一个没有认知模式的世界，投资者如何调整投资呢？通过在合适的地方、在合适的水平上进行观察。尽管经济状况和市场作为整体而言过于复杂和庞大，因而无法预测，但是在公司水平上，存在着可以认知的模式。在每一个公司内部，都有商业模式、管理模式和财务模式。

如果你研究这些模式，在大多数情况下，你就能对公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未来作出合理的预测。沃伦·巴菲特专注于这些模式，而不管成千上万的投资者们的那些无法预测的行为模式。他说："我发现，估计基础经济状况总是比估计受心理支配的选择容易得多。"[22]

总是区分投资与投机的差异，并且坚持不会混淆两者。

我们可以确定的一件事是知识能够提高我们的投资收益和降低总体风险。我相信，我们可以说，知识可以区别投资与投机。最终，你的知识水平越高，你就越不会完全由投机控制你的思想和行动。

罗·查农（Ron Chernow），一位天才的金融作家，他宣称，"金融状况反映社会价值。"[23]我相信，从大的意义上说，这是正确的。随着时间的推移，我们好像弄错了自己的价值，然后，我们的市场屈从于投机的力量。很快，我们自我纠正，继续我们的金融之路，只不过会再犯错误，陷入具有破坏性的习惯中。停止这种恶性循环的一个方法，是告诫自己什么可以做，什么不可以做。

在他投资生涯的早期，沃伦·巴菲特在投资和投机之间划了一道界限。他的成功来自于不仅认识到这两者的差异，并且秉循纪律，从不越过雷池。

华尔街为什么忽略了沃伦·巴菲特？

由于几点原因，资金管理领域发展成与沃伦·巴菲特相对立的情形。令人惊讶的是，在这样一个依靠相互模仿获得成功

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的行业中，华尔街不知怎么摒弃了集中投资，虽然采用集中投资方法的人获得了显著的成功。考虑到巴菲特的成功已经广为传诵以及他的方法的简单性，我们必须问的问题是：为什么更多的投资者——专业的以及个人投资者——没有采纳他的方法？

我相信答案是双重的，部分和社会大众如何接纳新思想有关，部分和我们作为个人如何支持或抵制变化有关。关于第一点，我们看看托马斯·库恩（Thomas Kuhn）的说法。

库恩，一位由物理学家转变成的哲学家，于1996年去世。他1962年的著名作品《科学革命的结构》（*The Structure of Scientific Revolutions*），被认为是20世纪下半叶，如果不是最有影响，至少也是其中之一的哲学作品。在这本销量超过100万册的书中，库恩描述了他的科学发展理论，并介绍了范例的概念和现在人们已经很熟悉的短语“范例转换”。

库恩指出，科学的发展并不总是顺利的。有时，也会受到各种危机的触动——这些危机毁掉从前模型的构架和范例，然后，建立一个全新的模型。历史上有许多这样的例子，这里就有两个：哥白尼的革新取代了日心说；爱因斯坦的广义相对论推翻了欧几里得的几何学。库恩解释说，在每一个例子中，在范例转换之前，都有一个危机期。一些人相信，目前的分散投资组合与集中投资组合之间的激烈竞争正属于这种危机期。

你也许会认为，在今天的世界，科学家们很乐意接受新的甚至是对立的信息，然后合作构建一个新的范例。库恩说，这种想法大错特错了。“尽管他们（现在范例的支持者）可能开始失去追随者，而且也在考虑提出新的替代方法，但是他们不会放弃把他们引向危机的范例。”[24] 他们顽固地坚持旧的范例，因为他们投入了太多的个人智力资本在里面。接受新的范例就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等于承认失败，而这是一个不值得冒的风险。

在投资者个人层次上，也是同样的道理。不论从个体上还是从总体上来说，我们已经习惯了一种投资思考方式，我们对变化不感兴趣，特别是如果这种变化意味着我们必须等待收益的时候，情况更是如此。我们受到那些使投资投机化的行为的诱惑：我们期待更迅速的解决办法和更迅速的回报。我们想看到今天的行动，而不是明天。

根据库恩所言，当某个反常情况发生的时候，范例转换的第一步就开始了。多年来，学术界人士一直想把巴菲特的成功解释成一个反常情况。在他们看来，巴菲特是如此与众不同，他的成功非常罕见，只能靠运气才能达到这种成功。一些经济学家采用古典的猩猩相似性来说明这点：如果你把足够多的猩猩关在一个房间里让它们挑股票，从统计学的意义上说，它们中总有一只能和巴菲特做得一样好。但是，如果情况真是这样的话，我们又如何解释约翰·梅内德·凯恩斯、菲利普·费舍、查理·芒格、娄·辛普森以及比尔·瑞尼的成功呢?

一种不同的思考方式

在过去几年里，我很幸运，研究并写下了沃伦·巴菲特和查理·芒格的投资经验。我也有机会对集中投资进行初始研究，以及对管理集中投资组合的第一手经验做分析研究。莱格·麦森基金从 1995 年创立时我就管理着，也给了我很多宝贵的经验，因为管理莱格·麦森和管理集中投资组合有些相像。这些年在和股东、客户、咨询人士、分析人士、其他投资组合经理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人以及金融媒体打交道的过程中，我了解到，集中投资者的运作环境远不同于主导投资行业的环境。这个简单的真相就是：他们的思考方式不同。

查理·芒格用了一个非常有力的比喻——金属模型结构帮助我理解了这种思考模式。[25]1995 年，芒格在南加州大学商学院给古尔弗德·鲍伯考克（Guilford Babcock）的学生投资研讨班作了一次演讲，题目为《投资技巧是广泛的基本常识之一》(*Investing Expertise as a Subdivision of Elementary, Worldly Wisdom*)。这篇被《杰出投资者文摘》杂志重印的演讲对查理来说特别有趣，因为它是围绕着一个他认为特别重要的主题进行的，即人们如何获得真正的理解，他称之为“广泛常识”。

仅仅编辑和引用某些事实和数字并不能反映常识。相反，芒格解释说，常识与如何组织和综合这些事实有极大关系。他相信，获得常识的惟一方式是，通过智力模式的片段获得生活的经验。“你必须把模式保持在头脑中，”他解释说，“你必须组织你的经验——间接经验和直接经验——使它们融入到这个模式的框架中去。”（OID）[26]

查理说，要学习的第一条规则是，你必须在头脑中装有多个模式。你不仅仅需要好几个模式，而且需要用几个不同的准则支持你的模式。要成为成功的投资者，他解释说，你就需要用多个准则的方法进行思考。

查理指出，这种方法将把你和大多数人区分开来，因为我们的世界并不是多准则的。商业教授在演讲中通常不涉及物理学，而物理学教师也不谈论生物学，生物学老师不会教授数学，同样，数学教师也不教授心理学。但是，查理相信，我们必须越过这些“智力上的管辖界限”，在自己的设计框架中包含各

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种模式。

“我认为人类的大脑必须根据模式进行工作这句话必定是正确的，”查理说，“窍门在于，让你的大脑比别人的大脑工作得更好，因为你的大脑理解了最基本的模式——这些模式会一个一个地完成大部分工作。”（OID）[27]

在我看来，这已经很清楚，集中投资不完全适合时下流行的以及我们的投资文化中采用的模型。要达到集中投资的最佳效果，我们必须在思想中加入更多的概念和更多的模式。你将永远不会满足于投资，直到你理解了心理学上的行为模式。如果不了解统计概率模式，你就不会知道如何使投资组合最优化。

这种调查和了解不必是非常深入的。“你不必成为所有这些领域的专家，”查理解释说，“你所要做的不过是抓住那些真正有用的思想，尽早了解这些思想，并把它们掌握好。”（OID）[28]这种做法的令人兴奋之处在于，查理指出，当几种模式综合起来，并向同一方向起作用时，你就会获得一种洞察力。

集中投资者必须详细了解的模式是如何挑选股票和如何管理投资组合的模式。在本书后面几章中，你将看到这些模式。那么，我们只需要再增加几种简单的模式就可以完成我们的教育了。但是，我们并不孤独。沃伦·巴菲特和查理·芒格的学识指导着我们，而且我们还有他们在伯克夏·哈撒韦公司积累的经验。这两个梦想家通常把他们的成功归因于他们的团队而非他们个人，他们把团队描述成是一个“传授正确思考体系的具有教育意义的团队，其中，主要的课程是，几个伟大的思想真正地发挥作用”。（OID）[29]

“伯克夏基本上是个非常守旧的公司，”查理·芒格说，“而我们也试图运用准则来保持它的这种风格。我认为守旧并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不意味着愚蠢。我相信永恒的真理：基本的数学、基本的赛马感觉、基本的恐惧以及对人性的基本判断使得我们有可能预测人们的行为。如果你根据一些准则来进行预测，那么，我认为，你可能会做得很好。”（OID）[30]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章
世界上最伟大的投资者

The World's Greatest Investor

每年，《福布斯》杂志都要评出前400名美国首富，称为“福布斯400精英人物”。随着个人情况的变化和其产业的沉浮，名单上的人年年不同，但是有一些人总能够出现在名单上。这些超级巨富的财产，有的源于某种产品，如计算机软件或硬件，有的依赖某项服务，如零售业，还有的是由于出身幸运，靠继承遗产而榜上有名的。在每年的前5名首富中，只有一人是靠投资策略致富的，他就是沃伦·巴菲特。

在20世纪90年代早期，巴菲特名列第一。在接下来的几年里，他和另一个年轻人比尔·盖茨在第一和第二名之间上上下下。甚至在2000年，当福布斯400精英中许多人的财富都来自技术领域的增长时，避开高科技领域的巴菲特仍然牢牢占据着第四的位置，也仍然是前5名中惟一一位被《财富之源》专栏确认为其资产来源于“股市”的人。

1956年，巴菲特以100美元投资合伙公司起家；13年后，他的资产达到2500万美元。在本书写作过程中（2000年下半年），巴菲特的净资产已经超过300亿美元，他的公司的股票卖到每股7.13万美元，而且，世界上有数以百万计的投资者在认真倾听他的每一句话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特无与伦比的杰出表现体现在方方面面。1999 年下半年，一家杰出的投资咨询公司让投资专家们选出 20 世纪最优秀的资金管理者，在参加这项评选的 300 名专业人士中，有 86.4% 的人将巴菲特列为首选[1]，这个结果并不令人感到吃惊。

然而，要彻底了解巴菲特，我们不能仅仅停留在他的资产总额、他的出色表现以及他所获得的尊敬上。

开始投资

沃伦·爱德华·巴菲特于 1930 年 8 月 30 日出生于内布拉斯加州的奥玛哈。他的祖父有一家杂货店（年轻的查理·芒格曾受雇于此），他的父亲是当地的一名股票经纪人。还是一个小男孩的时候，巴菲特就对数字非常着迷，他能很轻易地心算出复杂的数学计算；8 岁时，他就开始阅读关于股票市场的书籍；11 岁时，他就能在父亲办公室里的公告板上做标记了。一连串的事业冒险使巴菲特的早年生活丰富多彩，他做得非常成功，以至于他曾经告诉父亲，他想越过大学直接进入商界，但他的请求没有得到允许。

巴菲特进入内布拉斯加大学商学院，在那儿，他读了哥伦比亚大学教授本杰明·格雷厄姆关于投资的一本新书，书名为《聪明的投资者》。格雷厄姆的思想深深地吸引了巴菲特，他向哥伦比亚商学院提出申请，以便可以直接受教于格雷厄姆。比尔·瑞尼，美洲杉基金的共同管理人之一，当时也在这个班上。他回忆说，格雷厄姆和巴菲特两人立刻就开始交流，而班上的其他人基本上插不上嘴，只能充当听众。[2]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在巴菲特从哥伦比亚获得经济学硕士学位后不久，格雷厄姆就邀请这位自己从前的学生加入他的公司——格雷厄姆—纽曼公司。在这家公司工作的两年时间里，巴菲特完全领会了格雷厄姆的投资方法。1956 年，格雷厄姆—纽曼公司解散了，而 61 岁的格雷厄姆也决定退休。就这样，巴菲特又回到奥玛哈。随后，靠着他从格雷厄姆那儿学到的知识、家人和朋友的财力支持以及他自己的 100 美元，巴菲特开了一家有限合伙公司。那年，他 25 岁。

巴菲特有限合伙公司

合伙公司成立时有 7 位有限责任合伙人，总投资额为 10.5 万美元。这些有限责任合伙人每年收取各自投资额 6% 的利润，如果公司的利润超出了 6%，他们还获得超出部分的 75%，其余的 25% 归巴菲特。巴菲特是有限合伙公司的一般合伙人，有权自主决定如何投资合伙公司的资金。

在过去的 13 年里，巴菲特以 29.5% 的年利率使资金成倍增长。[3] 做到这一点绝非易事。尽管道·琼斯工业平均指数的价格曾有 5 年下挫，但巴菲特的合伙公司的价格却从未下跌。实际上，巴菲特从成立公司时起，就树立了一个艰巨的目标，那就是，每年超过道·琼斯指数 10 个百分点。而他也确实做到了，不是超出 10 个百分点，而是超出 22 个百分点！

随着巴菲特的声名远播，有更多的人请他管理他们的资金。1962 年，巴菲特将合伙公司的办公室从自己家搬到了奥玛哈的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卡维特饭店（Kiewit Plaza）。今天，他在那儿的办公室仍然保留着。第二年，他进行了一项令人吃惊的收购行动。

由于受到其客户的一桩丑闻的牵连，美国快递公司（American Express）的股票几乎是一夜间就从每股65美元跌到了35美元。巴菲特牢记本·格雷厄姆的教训：当一家有潜力的公司的股票市价低于其实际价值时，要立刻行动。巴菲特做了一项大胆的决定，他投资了1300万美元购买美国快递公司的股票，这些钱占他的合伙公司总资产的40%。在接下来的两年里，这些股票的价格翻了3倍，合伙人净赚2000万美元。这才是格雷厄姆的精华，这才是巴菲特的精华。

随后几年，除了重要的小笔投资外，巴菲特还购买了几家公共和私人公司的控制性股权。1962年，巴菲特开始收购一家处境艰难的纺织品公司——伯克夏·哈撒韦公司（Berkshire Hathaway）的股票。

1969年，巴菲特认为股市被严重高估了，值得购买的股票已经越来越少，于是他决定终止投资合伙公司。合伙公司解散时，合伙人都收到了与其投资额成比例的利息。其中一些合伙人，根据巴菲特的推荐，邀请比尔·瑞尼做资金管理人。瑞尼是巴菲特在哥伦比亚的老同学。瑞尼接受了这项邀请，这样，就成立了美洲杉基金。另外一些合伙人，包括巴菲特本人，将其所得利润投资于伯克夏·哈撒韦公司。当时，巴菲特在合伙中的份额已经上升至2500万美元，足够让他对伯克夏公司行使控制权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯克夏·哈撒韦公司的早期岁月

巴菲特合伙公司控制伯克夏·哈撒韦公司的时候，伯克夏公司股东的净资产已经损失过半，公司因经营不善导致的亏损已经超过了 1000 万美元。巴菲特和管理纺织部门的肯·查斯（Ken Chace）集中力量，力图扭转不利局面，但是，结果却令人失望，净资产回报率勉强达到两位数。

20 世纪 70 年代晚期，巴菲特把公司的现金收入对外投资，这样，伯克夏·哈撒韦公司的股东们也涉足其他行业，他们开始对是否应当保留在纺织行业的投资提出质疑。在度过了更加困难的几年后，巴菲特于 1985 年 7 月停止了他在纺织行业的业务，从而结束了这家约有 100 年历史的公司。

尽管巴菲特在纺织领域运气不佳，但他的这段经历却并非完全失败。因为，第一，巴菲特获得了一个非常有价值的教训，那就是，想将企业扭亏为盈的做法很少能成功；第二，这家纺织公司在早些年确实赢利，曾买下一家保险公司，而这家保险公司的前景比纺织公司更加光明。

保险公司

1967 年 3 月，伯克夏·哈撒韦公司出资 860 万美元，收购了两家总部位于奥玛哈的保险公司：国家理赔公司（National Indemnity Company）和国家火灾及海事保险公司（National Fire

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

& Marine Insurance Company)。这正是伯克夏·哈撒韦公司成功故事的开端。伯克夏·哈撒韦纺织公司已经不存在了，而伯克夏·哈撒韦投资公司，即纺织公司的母公司却要大展宏图。

要了解这一现象，我们首先必须明白拥有一家保险公司的真正价值所在。投资保险公司有时是好的选择，有时却不是。但保险公司永远都是一个好的投资工具。保险公司的客户们向公司支付保险费，这样，就为保险公司提供了稳定的现金流，保险公司把这些现金拿来投资（这被称为“储备金”），直到客户提出保险索赔。由于无法预测客户何时会提出索赔，因此，保险公司一般投资于流动性强的市场化证券，主要是股票和债券。这样一来，沃伦·巴菲特不仅拥有了两家运作健康的公司，更主要的是，他获得了一个管理投资的有力工具。

对于像巴菲特这样娴熟于选择股票的人来说，这真是一个完美的结合。仅仅两年后，巴菲特就将这两家公司持有的股票和债券总值从 3190 万美元提高到将近 4200 万美元。同时，这两家公司自身也运作良好。一年后，国家理赔公司的净收入就从 160 万美元上升到 220 万美元。巴菲特在保险业的初步成功使他得以在这个领域积极扩张。20 世纪 70 年代，他又收购了 3 家保险公司，另外，还组建了 5 家保险公司。

沃伦·巴菲特明白，保险公司的运作方式不同于其他公司。他的成功主要得益于他理解这个行业的内在商业特质，以及他把这些保险公司提升到特许水平的做法。在商业领域，竞争者之间的产品很难加以区分，争取市场份额的一个通行做法就是降价。其他保险公司宁愿以低于成本的价格卖出保险，也不愿冒失去市场份额的风险，而巴菲特在这一点上立场坚定：伯克夏绝不在非营利的层次上运行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特不在价格方面与其他公司竞争，他试图在另外两个方面使伯克夏与其他保险公司有所区别。第一，公司的金融实力。今天，伯克夏的净值在财险和寿险领域已经位居第二，仅次于国家农业公司（State Farm）。而且，伯克夏的投资组合总值与其保费之比是行业平均水平的3倍。

第二个方面与巴菲特的保险理念有关。巴菲特的目标非常简单：吸收大量的保险，但必须以能够赢利的价格。如果价格过低，他就不会扩大业务量。这一理念是国家理赔公司的创立者杰克·金沃尔特（Jack Ringwalt）根植于公司中的，而伯克夏公司也从来没有放弃这条原则。巴菲特的方法被比作保险业的稳定器。当其他保险公司由于担心近期的损失而纷纷退出市场时，伯克夏仍然是市场上保险的稳定供应商，但必须以公司可获利的价格进行。

20世纪90年代，整个保险业都十分艰难：恶性的价格竞争、频繁的保险赔偿以及不理想的投资结果，这些因素综合起来，使得保险业动荡不安。然而巴菲特却没有被这些阻挡住脚步，这一点，我们在下面即将看到。

政府雇员保险公司

沃伦·巴菲特第一次了解政府雇员保险公司（GEICO，Government Employees Insurance Company），是他在哥伦比亚读书期间。他的老师本·格雷厄姆是GEICO的董事会主席。在巴菲特的传奇生涯中有一个大家耳熟能详的故事，讲述年轻的学生在周六上午造访公司，他不停地敲门直到看门人让他进去，然后，他花了5个小时听那天惟一一个上班的人——投资官员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

劳瑞默·戴维森（Lorimer Davidson）讲述保险行业的知识。戴维森后来成为这家公司的首席执行官（CEO）。巴菲特那天听到的东西深深地吸引了他。

GEICO 是建立在两条简单但具有革新意义的基本概念上的：一条是，如果你只为拥有良好驾驶记录的人保险，你的保险索赔就会少得多；另一条是，如果你去掉代理环节，直接向客户出售保险，你的成本就会大大降低。

回到奥玛哈的家中，在父亲的股票经纪公司上班期间，年轻的巴菲特为一本金融杂志撰写了一篇关于 GEICO 的报告。在报告中，巴菲特采用那个年代的保守说法，说“有理由相信该公司将有长足发展”。[4] 巴菲特本人投资 1.0282 万美元到该公司，一年后以 50% 的利润卖出其投资。但他一直都很关注这家公司。

整个 20 世纪 50 年代和 60 年代，GEICO 的业务蒸蒸日上，但此后就止步不前了。有几年，公司急于扩大客户基础，曾低价出售保单，并放宽承保标准。另外，连着两年的时间，公司严重误算了需持有的金额（保险索赔就是从该金额中支付）。这些失误的后果是，到 20 世纪 70 年代中期时，一家曾经前景光明的公司已经濒临破产的边缘。

1976 年，当公司的股价从每股 61 美元跌到 2 美元时，沃伦·巴菲特开始吃进它的股票。巴菲特认为，这家公司的基本竞争优势仍然存在，因此他坚信这仍是一家很有实力的公司。经过 5 年时间之后，巴菲特对 GEICO 的投资额已达 4570 万美元。

第二年，即 1977 年，公司又开始赢利了。在接下来的 20 年里，GEICO 每年都保持着正保险比率，这意味着公司吸收的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保费高于支出的保险赔偿，只有一年例外。在保险业这样一个负比率极其普遍的行业中，这项记录几乎是前所未闻的。那些多出的储备金保证了公司对外投资的来源。这些投资由一个名叫娄·辛普森的杰出人物管理，我们将在第六章谈到此人。

到 1991 年，伯克夏拥有 GEICO 将近一半的股份（48%）。这家公司的骄人业绩以及巴菲特从中所获的股息还在不断上升。1994 年，关于伯克夏购买整个公司的严肃讨论开始了。一年后，购买交易正式公布。当时，伯克夏持有 GEICO 51% 的股票，并同意以 23 亿美元购买公司的其余股票。当时，大多数的保险公司还在为赢利而奋斗，大多数投资者也远离了投资。当所有书面文件准备就绪的时候，已经是 1996 年年初了。这时，GEICO 就成为伯克夏·哈撒韦的全资子公司，独立于伯克夏控股的其他保险公司。

巴菲特对 GEICO 基本概念的信心得到了回报。从 1996 年到 1999 年，公司的市场份额从 2.7% 上升到 4.1%。仅在 1999 年，客户就增加了 76.6256 万人，从而带来了高达 5.9 亿美元的运营现金收入和储备金的增加。由于其高额利润回报，客户更愿意和公司保持长期关系，而 GEICO 也致力于发展同客户的长期合作关系。平均来说，每个客户每年向公司缴纳 1100 美元的保费，而大多数客户都保持了非常好的驾驶记录。这个公式的经济学意义十分简单，正如巴菲特指出的那样："资金大量涌入而不是外逃。"[5]

从 1976 年 1 股 2 美元买入开始，1996 年巴菲特以每股近 70 美元的价格买入公司的其他股票。他没有丝毫的遗憾。巴菲特认为 GEICO 是具有无限潜力的惟一公司，花高价买入是值得的。如果你想拥有最好的公司，你就会愿意在机会来临时出高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价，在这方面，巴菲特深受其合伙人——查理·芒格的影响。这个人，我们将在下一章谈到。

由于芒格和巴菲特在工作中的亲密关系，芒格对巴菲特 20 世纪 90 年代所作的许多重要保险决策都十分了解。

大众再保险公司（General Re Corporation）

1996 年，巴菲特动用了 23 亿美元收购 GEICO 的另一半，两年后，他以 7 倍于此的价格——以伯克夏·哈撒韦的股票计算为 160 亿美元——收购了一家再保险公司：大众再保险公司。[6] 这是迄今为止他所做的最大的一笔收购交易。

再保险是保险行业的一个分支，并不为一般大众所熟悉，因为它所交易的不是一般大众熟悉的像生命安全、家庭财产和汽车等保险品种。简单来说，再保险公司是对保险公司进行保险。通过和一般保险公司签订合同，约定保费和损失的分摊比例，再保险公司就能够分担保险公司的一些风险。这样就使一般保险公司能够承担更高的风险，减少保险公司必须持有的运营资金，而且降低了损失比率。

由于这个原因，再保险公司分享投保的保险公司所收取的部分保费，并进行适当投资。大众再保险公司主要投资在债券上。这一点，我们后面将要看到，正是巴菲特收购这家公司的旨意所在。

就在伯克夏收购了大众再保险公司（以下简称“大众公司”）后，大众公司经历了最糟糕的一年。1999 年，大众公司为自然灾害（包括澳大利亚的一场严重的冰雹、土耳其的地震以及发生在欧洲的一连串暴风雨）造成的损失、有史以来最大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的房屋火灾（保险金高达 2000 万美元）以及严重的票房损失（这家公司投保了票房收入险）支付了高昂的保险金。更糟糕的是，大众公司还是一个由几家保险公司和再保险公司组成的保险集团的成员之一，这个保险集团牵涉进一名工人的赔偿纠纷中，经过几次诉讼才了结。在两年的时间里（1998 年和 1999 年）大众公司损失了近 2.75 亿美元。

沃伦·巴菲特，如众人所知的那样，具有长远目光。大众公司在市场中的实力与伯克夏·哈撒韦的金融实力十分匹配，这使它有能力大大提高这两家公司的远期利益。这一点如同巴菲特在宣布公司收购的一次记者招待会上所说的那样："我们正在创造另一个福特公司。"[7]

巴菲特收购大众公司的时候，大众公司有近 190 亿的债券资产、50 亿的股票资产和 150 亿的储备金。通过用伯克夏的股票购买大众公司（及其资产组合）这一方式，巴菲特只用一步就将伯克夏的总资产结构从股票资本占 80% 转变为占 60%。1998 年下半年，IRS 宣布，这项收购没有资产收入，这就意味着，巴菲特成功地"售出"了伯克夏持有的证券资产的 20%，这样，他灵活地避开了价格变化中最坏的一步，也就是成功地实现了免税。

收购完成后惟一的一次重大人员变动是精简了大众公司的投资部门。大众公司原来约有 150 人负责公司的投资决策，现在这些人被一个人取代了：沃伦·巴菲特。

巴菲特总是提醒股东们，财务稳定和会计责任对伯克夏·哈撒韦来说有着重大区别，这在伯克夏的保险资产部分表现得最为明显。伯克夏拥有 28 家独立的保险公司，包括 GEICO 和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大众公司（每一家又有许多分支机构），以及两家总部在奥玛哈的公司。难怪巴菲特曾直率地说：“我们主要的业务是保险。”[8]

伯克夏的超级金融实力把它的保险业务和其他产业区分了开来。因此，我们可以说，巴菲特赋予伯克夏所属保险公司的特质使得它们成为商业领域的特例。

投资其他领域

伯克夏·哈撒韦公司一般被认为是一家控股公司，今天它的确是这样。除了保险公司，伯克夏还拥有一家报纸，一家糖果公司，一家冰激凌/汉堡连锁店，几家家具店，一家地毯厂，一家颜料公司，一家建材公司，一家私人飞机计时租赁公司，一家珠宝店，一家百科全书出版社，一家吸尘器企业，一家公用事业企业，两家鞋业公司，一家生产和分销制服的企业，以及许多其他企业。

这些公司、企业中有一些是巴菲特用那种典型的巴菲特式方法找到的珍宝，尤其是那些最近收购的公司。这种巴菲特式方法是：他在伯克夏·哈撒韦的年报上刊登启事，寻找这样的公司。

巴菲特的标准简单明了：一家简单、易于理解的企业，有持续的获利能力、较高的证券回报、低负债，以及良好有序的经营管理。他对价值在 50 亿到 200 亿美元之间的公司很有兴趣，在此范围之内，公司越大越好。他对扭转亏损的企业、敌意收购，或是那种摇摆不定、难以确定企业出售价格的情形都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有兴趣。他通常是答应绝对保密并尽快回复。

巴菲特经常在伯克夏·哈撒韦的年报上这样描述他的收购策略："这真是非常科学的做法。我和查理只需要坐在那儿等电话。有时候，还是错号。"[9]

这种策略真的起作用。通过这种在年报上公开刊登启事的做法以及伯克夏控股公司经理们的推荐，巴菲特收购了一连串的良好企业。本章中，我们会简要介绍一下其中的5家。

巴菲特是如何收购这些形形色色的企业的呢？这些故事本身就很引人入胜。也许更重要的是，把这些故事综合起来，我们就能了解巴菲特是如何看待公司的，这一点非常有价值。无疑，他用同样的标准衡量那些可能被收购的公司，把它们加入到伯克夏的投资组合中去。

赛氏糖果店

1921年，一位71岁高龄的老祖母玛丽·赛（Mary See）在洛杉矶开了一家小糖果店，出售用自家配方制作的巧克力。在她的儿子查理斯及其合伙人的帮助下，这家小店慢慢地在加州南部和北部开设了连锁店。它挺过了大萧条时期，度过了二战中糖果配给的艰难时期，并在激烈的竞争中坚持了下来。它靠的就是一条不变的原则：保证产品的质量。

大约50年后，赛氏糖果店（以下简称赛氏）已经成为西海岸主要的糖果连锁店，玛丽·赛的后辈们也希望开拓他们生活的新天地。他们委托查理斯·胡金，一位30年前加入公司的雇员，寻找一位最好的买主并处理出售事宜。有几位合适的人选来过电话，但都没有下文。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接着，沃伦·巴菲特来了。1971 年下半年，蓝筹邮票公司（Blue Chip Stamps）——伯克夏当时是这家公司的大股东——的投资咨询人员，建议蓝筹邮票公司买下赛氏。巴菲特看了一下赛氏的财务表，决定去谈一谈。

赛氏公司的售价是 4000 万美元，但因为赛氏尚有 1000 万美元的现金，因此公司的纯价实际上是 3000 万美元。巴菲特提出 2500 万美元的买价，卖方接受了。1972 年初，在查理·芒格的鼓励下，巴菲特支付了账面价值的 3 倍。这是一次重大的转变，此前，他们一直奉行格雷厄姆收购公司的信条，那就是只购买那些市价远远低于其账面价值的公司。正如芒格后来所说，这是“我们第一次因质量而收购”。[10]

10 年后，有人出 1.25 亿美元的价格收购赛氏公司，这个价格是巴菲特 1972 年收购价的 5 倍。巴菲特没有卖。这个决定是正确的。从 1972 年到 1999 年，这家装饰着独特的黑白格和玛丽·赛标识的糖果店已经赢得了 8.57 亿美元的税前利润，而且几乎是完全依靠自有资金运作。1999 年，赛氏的税前利润为 7300 万美元，它的运营利润占到 24%，创下了记录。[11]

巴菲特将成功完全归功于赛氏的 CEO 察克·霍金斯。他说：“从收购赛氏的那一天起，我和查理就让察克负责，察克坚持提供优良产品和良好的服务，这种做法回报了客户、员工和股东们。年复一年，察克做得越来越棒。当察克 46 岁掌管赛氏时，公司的税前利润以百万计，约是察克年纪的 10%。如今，察克 74 岁，这个比例已经上升到 100% 了。发现这个数学关系之后——我们姑且称之为霍金斯法则——我和查理现在很贪心，整天就盼着察克过生日。”[12]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内布拉斯加家庭用品市场(Nebraska Furniture Mart)

内布拉斯加家庭用品市场（以下简称 NFM），位于巴菲特的故乡奥玛哈，占地 120 万平方英尺，是全国最大的家庭用品专业市场。

这家市场是 1937 年由一个名为罗斯·布朗金的俄罗斯移民开的。这个人一直在自家的地下室里向朋友和邻居们出售家具，攒够了 500 美元后，她就开了一家小商店。从开业那天起，她就坚持一个简单明了的信条："不要高价，讲实话。"这个信条的确有用。

巴菲特一直关注着这家商店的成功。多年后，1983 年的某一天，他停了下来，想和店主谈一谈。布夫人，人们一直这样称呼她，后来回忆起这次谈话：

"他说：'今天是我的生日，我想买下你的商店。你打算卖多少钱?'我说 6000 万美元。他站起来走了。过了一会儿，拿着一张支票回来了。"[13]

如同我们后来所见到的那样，布朗金家族希望持有商店 20% 的所有权，所以巴菲特最后支付了 5500 万美元买下了 80% 的所有权。布夫人的儿子路易和路易的三个儿子留在企业中管理企业，而董事会主席布夫人仍然留在她原来的位置上——企业的核心。

巴菲特买下 NFM 的时候，布夫人已经 90 岁高龄了，但仍然每周工作 7 天。6 年后，她和家族成员就扩展 NFM 地毯部门的计划发生了一场激烈的争论，她突然辞职并在街对面开了一家竞争商店。3 年后，伯克夏买下了这家商店，那时布夫人 99

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

岁。她立即恢复了在 NFM 时每周工作 60 个小时的做法，又坐着自己的高尔夫球车围着商店绕行，又像从前那样从后面敲打那些走神的售货员。

1998 年 8 月，布夫人去世，时年 104 岁。尽管她只有 4 英尺 10 英寸高，却精力充沛。她从未上过学，既不会说也不会写英文。但是她却创立了一个企业，在她把它出售给巴菲特的时候，年销售额达 1 亿美元。

即使在布夫人与巴菲特竞争的那些年中，巴菲特也一直很欣赏布夫人。巴菲特不止一次说过，商学院的学生从布夫人那儿几个月能学到的东西比在商学院待几年学的还要多。

波舍姆店（Borsheim's）

就在布夫人从俄罗斯移民至美国不久，她的父母和 5 个兄弟姐妹也来到美国。布夫人的妹妹丽贝卡嫁给了路易斯·弗莱德曼。1948 年他们联合买下一家位于奥玛哈的小珠宝店。1950 年，弗莱德曼的儿子依科加入了这个家族企业。后来，依科的儿子阿兰和两个女婿唐纳德·耶尔和马温·考恩也跟随依科加入企业。而弗莱德曼家族一直没有变更店名，仍称之为波舍姆店。

布朗金家族所秉承的商业原则也被弗莱德曼家族应用在珠宝贸易中，那就是："不要高价，讲实话。"就像刚开始的家庭用品市场一样，波舍姆商店也有一个很大的场地。基于这一原因，波舍姆商店的费用比率比大多数竞争者的要低几个点。波舍姆商店创造出很高的销售量和极强的购买力。波舍姆商店一方面注意支出费用，另一方面，商店的货流在周日平均达到 2500 美元，销售旺季可达 4000 美元。弗莱德曼家族拥有了成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

功的秘方。

波舍姆商店将其市场份额扩大到奥玛哈以外的地区，这一点也同内布拉斯加家庭用品市场很相似。有些客户走几百里，专门来波舍姆商店购物。公司还有一个强大的邮寄购物系统，这有助于公司降低成本——与竞争对手们40%的销售成本相比，该公司的成本只有18%。由于成本降低了，波舍姆公司得以降低价格和扩展市场份额。据巴菲特说，除纽约市的提弗尼商店外，奥玛哈的波舍姆商店销售的珠宝比全国任何一家商店都多。

那么巴菲特是怎么对波舍姆商店产生兴趣的呢？是这样的：1988年12月的圣诞大采购中，巴菲特偶然到商店里看一款戒指，正巧被唐纳德·耶尔看到，他大声说："不要卖给他那个戒指，把这家商店卖给他。"唐纳德·耶尔后来成了波舍姆的CEO。

几个月后，巴菲特问他们是不是真的想卖这家商店。经过两次简短的会晤——一次在依科·弗莱德曼家，另一次在巴菲特的办公室——双方以6000多万美元的买价达成交易。

唐纳德·耶尔参加了这两次会晤，他这样描述双方的会谈情形："会谈的实质性部分只有10分钟。巴菲特问了我们5个问题，依科提出了价格。后来，我们三人在巴菲特的办公室里碰面，依科和沃伦握手庆祝达成交易。合同非常简单，上面的签名都比合同本身长。"[15]

巴菲特问的5个问题是：

1. 销售情况如何？
2. 纯利润如何？
3. 费用支出如何？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 货存状况如何？
5. 你们是否愿意留下来？

在其他的收购中，巴菲特还会问到债务情况，但在这儿，他已经知道，波舍姆商店没有负债。

斯格特和费兹公司（The Scott & Fetzer Company）

斯格特和费兹公司（以下简称斯·费公司）是一个由22家独立公司组成的集团公司，这些独立公司包括科比吸尘器制造公司，大百科全书出版公司，韦尼火炉燃烧器和机箱、电器、下水道泵机厂，坎贝尔·霍斯菲尔德空气压缩机、抽气设备和喷涂系统厂。斯·费公司总部位于俄亥俄州湖西，由瑞弗·斯赛负责管理。

1986年1月，巴菲特出资3.15亿现金买下斯·费公司。当时，这是伯克夏最大的一次收购。但从那时起，这项收购所带来的回报甚至超过了巴菲特的乐观估计。公司成功地降低了在固定资产和存货两个方面的投入，并以相当低的负债获得了高水平的赢利。事实上，据巴菲特计算，斯·费公司的股票回报使它能稳居《财富》500强的前5名。

斯·费公司的各个子公司生产各种各样深奥的工业产品（有些人可能会认为这些产品令人厌烦），但是它们真正的产品是为伯克夏·哈撒韦带来的金钱。比如，1998年，斯·费公司以1.12亿美元的净值创造了9650万美元的税后利润，所有这些都没有负债。

寻找那些以最低负债创造高股票回报的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理者喷气机公司（Executive Jet）

任何一个经常关注巴菲特的人都知道伯克夏·哈撒韦公司的“无防卫”号喷气机，但是这个名字简直扭曲了查理·芒格买下这架飞机的目的。巴菲特非常喜爱这架喷气机，以至于几年前，当他卖掉这架飞机时，投资界的人们都注意到了他的解释。他说，他找到了更好的东西。

这个更好的东西是管理者喷气机航空公司（以下简称管理者公司）和它的一个项目，即拆分私人喷气机的所有权的项目，名为“纯粹喷气机”项目。这是公司CEO瑞·森塔利的点子。森塔利是古德曼·萨科（Goldman Sachs）公司租赁部的前部门经理，他是一个数学家。离开古德曼公司后，森塔利利用自己在租赁方面的经验，开了一家出租飞机的公司。1984年，他的租赁公司买下了另一家名为“管理者喷气机”的公司。管理者喷气机公司是美国空军的前军官们20年前创建的，但当时正面临着巨大的困难。这样，森塔利就获得了一个机会去尝试他很久以前就有的一个想法。

森塔利知道，对进行商务旅行的人来说，乘坐定期航班有诸多不便，他们不得不同普通观光旅行的人一样忍受那些大众化的服务，比如说拥挤的机场、航班晚点、行李丢失等等，但却要付出额外的费用。当时，惟一的解决之道是买下和租赁私人飞机，但这非常昂贵，没有几个人承受得起；更要命的是，那些飞机闲置时停在跑道上的费用更高。森塔利的想法是，将商务喷气机分成若干股份出售——相应地，据此分配使用飞机的时间，这样，就能让个人和企业分担私人飞机的成本，同时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

又为他们提供了私人飞机的便利。

森塔利利用他的数学功底，精确地分析成本，并计算出他需要多少购买者以获得足够的飞机和飞行员，保证这些飞机的主人们能获得4小时的航行时间。1986年，纯粹喷气机项目向企业界开放了。正如后来所揭示的那样，森塔利创造了一个全新的行业。

在经历了20世纪90年代初的衰退时期之后，纯粹喷气机项目稳步发展。然后，在1995年，巴菲特也成为一个买主。巴菲特是经伯克夏一家控股公司的经理的介绍知道这家公司的，他立即就意识到这个主意背后的潜力。他买下了一架“猎手1000”的四分之一股份。在此后的3年里，巴菲特公开夸奖这个主意、这家公司以及公司的创始人。他甚至卖掉了那架现在无法防卫的“无防卫”号。

1995年，森塔利为了获得将业务拓展到欧洲所需的资金，将公司部分出售给他从前的老板古德曼·萨科。3年后，古德曼向森塔利施压，要他公开出售公司股份，使公司大众化。他并不考虑公司的前景，只想获得现金，以购买更多飞机和招募更多飞行员。森塔利去找他的一个买主——巴菲特——寻求建议。

“你怎么想?”他问巴菲特。

“嗯，”巴菲特回答说，“我买下来怎么样?”[16]

就这样，巴菲特以7.25亿美元收购了管理者公司。他预测，公司在未来10年必将有长足发展。它成功的方法之一是：模仿。在那些管理者公司曾经是惟一一家出售部分所有权公司的地方，现在也有其他几家这样的公司。但是，管理者公司仍然占有75%的市场，统领着这个实际上是它创造的行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个主意的数学意义尤其使巴菲特感兴趣。由于客户自己拥有这些飞机，公司投入的资金就非常少。那么，即使是很少的营运利润也会带来高额股票回报。伯克夏获得的利润简直汇成了河流，并用这些钱来进一步扩大这个项目。

巴菲特买下管理者公司后，它立即成为伯克夏·哈撒韦公司成长最快的部分。公司最大的问题是如何获得足够的飞机来满足不断增长的需求。在伯克夏·哈撒韦 1999 年的年报中，巴菲特这样写道："现在我们占有世界上商业喷气机的 8%，而且，我们希望占有更大的份额。尽管 1999 年管理者喷气机公司的供给受到了制约，但公司的利润，包括每月的管理费和按小时计的飞行费用，还是上升了 46%。"[17]

巴菲特其人和他的公司

沃伦·巴菲特此人难以描述。他看起来没什么特征，长得像个慈祥的祖父。事实上，他是一个天才，尽管他和人们的真正关系一点也不复杂。他是一个简单、直率、坦白而诚实的人。他身上兼有超人的智慧和乡村式的幽默感。他尊重一切合情合理的事情，憎恶愚蠢的行为。他喜欢简单而避免复杂。

当人们阅读年报的时候，都会被巴菲特的写法所震动，他恰如其分地引用圣经，引用凯恩斯或威斯特（Mae West）的话。能用在这儿的词是"阅读"，因为每篇报告都有 60～70 页密密麻麻的信息：没有插图，没有彩色图表，也没有表格。那些惯于从第一页开始不间断阅读的人会满足于年报的金融敏锐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性、友好的幽默感及其反映出来的坦率诚实。巴菲特在报告中态度非常中肯。对于伯克夏的业务，他既强调其成绩，也不隐瞒其过失。他认为，伯克夏·哈撒韦的股东是公司的所有人,他会站在他们的立场上,告诉他们作为所有人所希望知道的事情。

巴菲特掌管的伯克夏·哈撒韦公司反映了他的人格、他的商业理念和他的独特风格。看看伯克夏，我们就会发现巴菲特行动的关键原则。巴菲特在收购公司时要求对方具备的所有品质在巴菲特自己的公司里都能得到体现。而且，我们还可以发现，巴菲特的达观反映在某些不常见的公司政策中。这里有两个例子：指定慈善团体制度和补偿金制度。

经理人补偿制度一直是股东和公司管理层激烈争论的一个话题。公司高级经理的年收入经常突破 100 万美元，除此之外，公开上市公司的经理们一般都有固定价格的股票期权。这些股票期权不是和其工作表现相关，而是和公司营业额相关。

这就和巴菲特的观点相左。巴菲特认为，当股票期权被平均分配时，表现较差的经理就会和表现出色的经理得到的一样多。而在巴菲特看来，即使球队赢得了比赛，在合同规定时间内，也不能给 350 点的击球手和 150 点的击球手同样的待遇。

在伯克夏，巴菲特采用了一种和经理们的成绩相联系的补偿制度。补偿金不仅和公司规模、个人年龄有关，还和公司的总利润相关。就巴菲特而言，团队是否应获补偿金应看伯克夏的股票起落情况，而经理人是否应获补偿金则要看其是否在责任范围内成功地实现了工作目标。一些经理因为扩大销售而获补偿金，另外的因为降低成本和削减资金支出而获补偿金。年终的时候，巴菲特并不分配股票期权，而是签发支票，有些支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票的金额相当大。如果经理们愿意，他们可以支取现金。许多经理购买了伯克夏的股票，最终和公司所有人一样承担风险。

最能反映巴菲特独特行事方式的莫过于巴菲特分配慈善捐款的方法，这被称为“股东指定制度”。根据所持有的公司股份情况，伯克夏的股东们可以指定公司慈善捐款的接受人。大多数公司都由高级行政人员和董事会成员决定公司慈善捐款的受益人。他们往往选择自己喜欢的慈善团体，而股东们——正是他们的钱被捐出去——在决定中没有发言权。巴菲特反对这种制度，他说：“A 拿走 B 的钱给 C，如果 A 是立法者，这被称为税收；但如果 A 是公司行政人员或董事，却被称为慈善行为。”[18]

在伯克夏，由股东决定捐赠的慈善机构，并由公司签发支票。1981 年，这项制度实行的第一年，伯克夏向 675 个慈善机构捐款 170 万美元。1999 年，公司向 3850 个慈善机构捐出了 1700 多万美元。在这 19 年中，伯克夏的捐款超过了 1.47 亿美元，这些款项都捐给了股东指定的慈善机构。

这只是伯克夏巨大的金融成功中很小的一个方面。巴菲特控制伯克夏的时候，公司的净值只有 2200 万美元。35 年后，公司的净值已经涨到了 690 亿美元，比最近收购的大众再保险公司还高出 200 亿美元。巴菲特长期以来的目标就是保持公司账面价值以 15% 的年率增长，这一比率远远超出了美国公司的平均回报率。自从巴菲特 1964 年控制公司以来，增长远远超过其目标：公司股票的账面价值已经从每股 19 美元涨到了每股 37987 美元，保持了 24% 的复合年率。如果我们考虑一下伯克夏需要负担收入税和资产增值税双重税收，而标准普尔 500 指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数的回报计算的是税前利润的话，我们就更能了解伯克夏的出色表现。

伯克夏的回报有时也会有年度变化。股市的变化以及由此引起的巴菲特所持优先股的变化都会引起公司每股股票值的大幅变化（见表 2. 1）。这一点在 1999 年表现得特别明显，那年公司每股股票的增长率只有 0. 5%。这有两个原因：（1）非耐用消费品的低收益（可口可乐和吉列公司）；（2）技术股表现出色，而巴菲特并不持有技术股。在 1999 年的年报中，巴菲特以他一贯的坦率，承认“大幅度超越标准普尔指数已经是过去的事了”。[19]现在，他的目标是“小小地”超越标准普尔。

这些丝毫不会减损巴菲特长期以来的良好记录，也不会动摇巴菲特赖以保持常胜的投资理念。我认为，指导巴菲特作出投资决定的基本原则仍然有效，并仍然能帮助那些谨慎的投资者超越标准普尔 500 指数。本书的目的就是说明这些原则，并使之为那些深思熟虑的投资者所理解和运用。

伯克夏·哈撒韦公司是一家复合公司，但并不复杂。它拥有一些公司、企业，它包括保险公司和其他本章列出的企业，以及因篇幅所限未在本章中列出的企业，也运用保险费等收入购买公开上市公司的股票。巴菲特那种衡量企业的方式贯穿了所有这些公司和行动，即看该公司是不是他会考虑买下所有权的企业，是不是他会购买其股票的企业，以及看看他自己公司的管理方式。那些没有采纳巴菲特的成功方法的人，比那些采纳了巴菲特的投资理念的人做得差得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.1 伯克夏·哈撒韦公司

年份	年度变化（百分比） 伯克夏·哈撒韦公司的每股账面值 (1)	标准普尔500指数 (2)	相对数 (1)－(2)
1965	23.8	10.0	13.8
1966	20.3	-11.7	32.0
1967	11.0	30.9	-19.9
1968	19.0	11.0	8.0
1969	16.2	-8.4	24.6
1970	12.0	3.9	8.1
1971	16.4	14.6	1.8
1972	21.7	18.9	2.8
1973	4.7	-14.8	19.5
1974	5.5	-26.4	31.9
1975	21.9	37.2	-15.3
1976	59.3	23.6	35.7
1977	31.9	-7.4	39.3
1978	24.0	6.4	17.6
1979	35.7	18.2	17.5
1980	19.3	32.3	-13.0
1981	31.4	-5.0	36.4
1982	40.0	21.4	18.6
1983	32.3	22.4	9.9
1984	13.6	6.1	7.5
1985	48.2	31.6	16.6
1986	26.1	18.6	7.5
1987	19.5	5.1	14.4
1988	20.1	16.6	3.5
1989	44.4	31.7	12.7
1990	7.4	-3.1	10.5
1991	39.6	30.5	9.1
1992	20.3	7.6	12.7
1993	14.3	10.1	4.2
1994	13.9	1.3	12.6
1995	43.1	37.6	5.5
1996	31.8	23.0	8.8
1997	34.1	33.4	0.7
1998	48.3	28.6	19.7
1999	0.5	21.0	-20.5

资料来源：伯克夏·哈撒韦公司，1999 年年报。

注：本表中数据是日历年统计，但有部分例外：1965 年和 1966 年截止日为 9 月 30 日；1967 年截止日为 12 月 31 日。从 1979 年开始，会计规则要求保险公司根据市值计算其持有的证券值，而不再采纳证券成本价和市价中低者的做法。在本表中，伯克夏公司从 1978 年以来的资料已全部据此作了重新统计。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章
金融界三个杰出人物的经验

Lessons from the Three Wise Men of Finance

沃伦·巴菲特的教育最容易被认为受到3位人物的3种不同投资理念的综合影响，这3位强人是本杰明·格雷厄姆、菲利普·费舍以及查理·芒格。

人们都知道格雷厄姆对巴菲特的影响，而且，在某些情况下，这种影响还被认为是全方位的。想想他们两人在一起的情况，就一点也不会感到吃惊。巴菲特先是格雷厄姆的热心读者，然后是他的学生、雇员、合伙人，最后成为格雷厄姆的同辈。格雷厄姆塑造了巴菲特尚未成型的思想。然而，如果认为巴菲特仅仅受到格雷厄姆的影响未免失之偏颇，因为那样就忽略了其他两位杰出金融家思想的影响，这就是菲利普·费舍以及查理·芒格的思想。本章后半部我们将讨论这两人的影响。

本杰明·格雷厄姆

格雷厄姆是金融分析的鼻祖。这样称呼他是因为“在他之前没有（金融分析）这一职业，在他之后，人们才开始这样称呼。”[1] 格雷厄姆两部最著名的作品分别是：与戴维·多德合作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完成的《证券分析》，此书于 1934 年首次出版；以及 1949 年首次出版的《聪明的投资者》。《证券分析》一书是在 1929 年股票市场崩溃后几年内出版的，当时国家还处于艰难的大萧条时期，其他专业人士还在试图解释这种崩盘和萧条，而格雷厄姆已经在帮助人们重建金融基础并稳步行动，以获取利润。

格雷厄姆 1894 年 5 月 9 日出生于伦敦。当他还是一个婴儿时，随父母移居纽约，早年在纽约市布鲁科林的男子中学读书。20 岁时，他获得了哥伦比亚大学的工学学士学位，并获选进入费・贝特・凯帕（Phi Beta Kappa）（美国大学优等生之荣誉学会——译者注）。格雷厄姆的希腊文和拉丁文都很流利，对数学和哲学有浓厚的兴趣。

尽管格雷厄姆并没有商业背景，他还是在华尔街找到了一份工作，并开始了他的事业。他先是在一家名为纽博格・汉德森－娄伯的经纪公司做信息员，主要工作是把债券和股票的价格写到一个黑板上，这份工作的报酬是每周 12 美元。从信息员开始，他稳步上升，先是写分析报告，很快就成为公司的合伙人。到 1919 年他 25 岁时，年收入已达 60 万美元。

1926 年，格雷厄姆和杰瑞姆・纽曼（Jerome Newman）合伙开了一家投资公司，这就是 30 年后雇用巴菲特的那家公司。直到 1956 年解散为止，格雷厄姆－纽曼公司熬过了 1929 年的股市崩盘，熬过了大萧条、第二次世界大战和朝鲜战争等艰难岁月。

从 1928 年到 1956 年，格雷厄姆除了在公司中任职，还在哥伦比亚大学的夜校教授金融课程。没有人知道 1929 年的股市崩盘已经让他破产了。这是他第二次遭遇破产，第一次是父亲去世后，他身无分文地离开家庭。格雷厄姆决意重建自己的财

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富。在哥伦比亚大学这个学术天堂中，格雷厄姆得以反省和重新评判一切。在戴维·多德和哥伦比亚一位教授的劝说下，格雷厄姆写下了古典投资学上的经典论述。

格雷厄姆和多德的投资经历加起来有15年。他俩花了4年时间才完成《证券分析》这本书。这本书1934年首版的时候，路易斯·瑞在《纽约时代》杂志上这样写道："这是一部基础雄厚、成熟而又谨慎的著作，是理论探索与实践经验的完美结合。如果说这部书带来了什么影响的话，那是由于它使投资者们的思想立足于证券而不是立足于市场所引起的。"[2]

在第一版中，格雷厄姆和多德着重论述了公司滥用职权现象。在1933年和1934年证券法颁布之前，公司信息往往会误导投资者，而且没有得到充分披露。大多数实业公司拒绝披露公司的销售信息，公司资产的估价也很令人怀疑。公司的不实信息被用来操纵证券价格，不仅在发行市场上，而且在以后的二级、三级市场上也是这样。

证券法颁布后，公司进行了缓慢但彻底的改革。到1951年《证券分析》发行第三版的时候，格雷厄姆和多德删减了公司职权滥用这部分的内容，而增加了解决股东和管理层关系的有关论述，简单地说，就是关于管理人员的权限和红利分配制度。

《证券分析》一书的实质内容是：精心选择，根据合理价格分散投资，组成正确的投资组合。格雷厄姆在书中一步一步地引导投资者领会这种方法的合理性。

格雷厄姆面临的首要问题是还没有一个通用的关于"投资"的定义。他引用路易斯·布兰迪大法官的话说"投资是一个多义词"。他指出，这个问题并不因客体是股票（就一定定义为投机）或债券（就是投资）而得到解决。买下一只安全性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差的债券，不会仅仅因为买的是债券就是投资行为；同样，购买市价低于其净现值的股票，也不会仅仅因为买的是股票而被看作是投机。用借贷来的钱购买证券，并期望在短期内获利，不论购买的是股票还是债券，都是投机。在书中，格雷厄姆指出，应当根据购买的意图而不是根据购买的对象来决定是投资还是投机。

透视格雷厄姆

真正的投资是在审慎分析的基础上进行的，既能保证本金的安全性，又有令人满意的回报。缺少任何一项都不是投资，而是投机。

考虑到这个问题的复杂性，格雷厄姆提出了自己的定义："投资行为就是，经过审慎的分析，既能保证本金的安全，又能有令人满意的回报的行为。不符合这一要求的都是投机行为。"[3] 格雷厄姆更倾向于认为投资应当排除那种只购买一种证券的行为。格雷厄姆一直推荐多元化投资，以降低风险。

格雷厄姆所强调的"审慎的分析"指的是"认真研究已有资料，并根据有关原则和正确的逻辑判断得出结论"。[4] 他还进一步指出，分析应当分三步走：其一，描述；其二，评论；其三，选择。

在描述阶段，分析人员搜集所有的重要事实，并把它们用一种合理的方式表达出来；在评论阶段，分析人员要根据某种标准，分析整理这些事实，最后把它们再现出来；在选择阶段，分析人员要对所分析的证券的投资可行性作出结论。

格雷厄姆认为，某种证券要被认为是投资，必须有某种程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度的本金安全和满意的回报率。他又警告说，安全不是绝对的，而是指在某种合理的条件下不受损失。格雷厄姆承认，如果发生异常的或难以预料的情况，即使安全的债券也有可能演变成欺诈。

第二个必要条件：令人满意的回报，不仅指收入，还包括股价上涨。格雷厄姆注意到，“令人满意的”是一个主观词语。他认为，只要投资者行动时是理智的，那么，不论回报多么少，都可以认为回报完全符合投资定义中的要求。根据格雷厄姆的定义，一个人，只要他根据合理的逻辑，经过审慎的财务分析，在不牺牲本金的安全性的前提下，得出一个合理的回报率，就可以认为他是一名投资者，而不是一位投机者。

要不是债券市场的糟糕情况，格雷厄姆关于投资的定义很可能会被人忽略。1929 年到 1932 年期间，道·琼斯债券平均指数从 97.70 点跌到了 65.78 点，债券再也不会被人理所当然地认为是投资。像股票一样，债券损失了相当的价值，许多持有债券的人破产了。人们迫切需要一种能把股票和债券的投资特性与投机性区别开来的机制。

此后，格雷厄姆仍然受到投资和投机的困扰。在他的老年时期，他很沮丧地注意到，机构投资者非常喜欢那种明显是投机的做法。1973 年到 1974 年的熊市后不久，格雷厄姆应邀出席一次由道纳德森、路弗金以及詹瑞特召开的资金经理人会议。会上，格雷厄姆对自己的同行们所说的事情感到震惊。“我无法理解，”他说，“这些机构资金经理人怎么会退化到如此地步，竟然从正确的投资变成争相在最短的时间内获取最大的回报。”[5]

除了区分投资与投机之外，格雷厄姆的第二个贡献在于，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提出了解决如何购买普通股票才符合投资意义的方法论。在《证券分析》一书出版之前，几乎没有选择股票的量化方法。1929年之前，大多数普通股票都是铁路股票，工业和家电公司的股票只占股票种类的很少一部分。至于有钱的投机家最青睐的银行和保险公司，还没有列入股票排行中。那些确有投资价值的大多数是铁路股票，都以接近其票面价值的价格交易。这些公司以实际资本值为支撑。

20世纪20年代，当股市进入牛市时，所有股票的转让频率，包括工业股票，都加快了。这种繁荣推动了进一步的投资，最明显的是在房地产业。尽管1925年佛罗里达州房地产业出现了短期的繁荣，紧随其后的是1926年的房地产破产事件，商业银行和投资银行仍然向人们推荐房地产。房地产业的投资增加刺激了一般意义上的投资行为，最终刺激了商业行为。而这些增加了人们的乐观情绪。正如格雷厄姆指出的，失控的乐观情绪导致了狂热，加上其他因素，使得人们已经想不起以往的教训了。

回首从前，格雷厄姆指出，有三方面的原因导致了股票市场的崩溃：一是股票交易所和投资公司操纵股票的行为。每天，经纪人都被要求买卖指定的股票并鼓吹该股票，以刺激人们追捧；二是贷款购买股票行为的普遍化。银行自由地给投机家贷款，而后者四处刺探华尔街最新的小道消息。银行放贷出去用于购买证券的资金从1921年的10亿美元上升到1929年的85亿美元，这些贷款是由股票的市价所保障的。因此，当股票市场崩溃时，所有的一切都随之坍塌了；三是导致这一切发生的失控的乐观情绪。

今天，证券法保护个人投资者不受经纪人的欺诈，与20世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纪 20 年代相比，用贷款买卖股票的行为已经大量减少。但是，仍然有一个方面不受司法管辖，而这个方面，在格雷厄姆看来，对股市的崩溃负有责任，它就是过度的乐观情绪。

1929 年的危险不在于投机试图装扮成投资，而是投资本身变成了投机。格雷厄姆指出，在崩盘前，盲目的乐观情绪就已经很严重了。而当时，受过去情况的影响，投资者认为过去的增长和繁荣会一直延续到现在。股票的买家丧失了冷静辨别股价的能力。格雷厄姆说，人们只购买股票，而不从数学上考虑其回报，只认为股票值得购买，而不管它在这个乐观的股市上的价格有多高。当这种癫狂达到顶峰时，投机和投资的界限就已经模糊了。

当股市崩溃的巨大影响来临的时候，普通股票再一次被认为是“投机”。大萧条开始的时候，投资普通股票成了一个令人厌恶的概念。然而，格雷厄姆指出，随着人们心理的变化，投资理念也在发生变化。第二次世界大战后，人们对普通股票的信心又一次回升了。在 1949 年到 1951 年期间，格雷厄姆修改《证券分析》第三版的时候，他认识到，普通股票已经成为投资者们投资组合的一部分了。

在 1929 年股市崩溃后的 20 年间，大量的研究人员分析普通股票，提出了各种投资方法。格雷厄姆也提出了三种方法：（1）横截面法；（2）预期法；（3）边际安全法。

横截面法相当于今天的指数投资。格雷厄姆解释说，选择性是分散化的交换物。购买组成道·琼斯指数的 30 个工业公司股票的投资者，会同那些公司一样受益。格雷厄姆指出，华尔街未必会比用这种指数获利更多。

格雷厄姆把预期法进一步分成两种方法：短期选择法和增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长性股票法。运用短期选择法，投资者的目的是从那些短期内———一般为6个月到一年——看上去最有利的公司获利。华尔街就花费大量的精力预测公司在短期内的经济前景，包括销售额、成本和营业收入。格雷厄姆认为，这种方法的谬误之处在于，销售和收入都是经常变动的，而且对短期经济前景的预测也很容易被股价的变动所抵消。而且，更基本的是，格雷厄姆认为投资的价值不在于这个月或下个月的收入是多少，或是下个季度的销售额会是多少，而是从长远来看，这项投资会带给投资者多少回报。基于短期数据所作出的决定经常不够深入、不能持久，因为这种方法强调变化和经常交易，因此，华尔街主要采用这种方法就一点也不令人惊讶。

增长性股票法，简单地说，是指公司以高于平均水平的比率增加其销售和收入额。在这儿，格雷厄姆采纳了国家投资者公司（National Investors Corporation）的定义，即增长性公司指那些收入额从一个循环到另一个循环不断进步的公司。格雷厄姆解释说，成功运用增长性股票法的难点在于，投资者必须能够辨别出增长性公司，并确定现在的股价在何种程度上抵消了公司增长的潜力。

每一家公司都存在着所谓的获利周期。在早期发展阶段，公司收入增加，而利润开始物化；在公司的迅速膨胀阶段，收入持续增加，利润率增大，利润迅速增长；当公司进入成熟发展阶段时，公司收入和利润都放慢；在最后的阶段，也就是稳定—下滑阶段，公司收入减少，利润率和利润都在下降。

格雷厄姆说，增长性股票的投资者面临着两难选择。如果他们选择那些处于迅速膨胀阶段的公司，他们会发现这些公司的成功只是暂时的，因为公司不会长时间等待投资者的考察，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润很快就会消失；另一方面，一家处于成熟发展阶段的公司很可能会进入稳定一下滑期，这样，公司的收入就会减少。多年来，如何确定公司处于其生命周期的哪一阶段一直困扰着金融分析人员。

如果我们假定，投资者正确地确定了增长性公司，那么他应当支付什么价格呢？显然，如果大家都知道这家公司处于繁荣期，公司的股价会相当高。但是，我们怎么知道价格是不是过高了呢？格雷厄姆提出了这样的疑问。对这个问题的回答是，价格确实很难决定。而且，即使能够正确定价，投资者也会马上面临新的风险：公司增长也许会比预期的慢。如果真的是这样，那么股市对股票的定价就会偏低，而那个倒霉的投资者将不得不付出过高的价格。

还有另外一种选择普通股票的方法，格雷厄姆称之为边际安全性法。对公司未来的增长持乐观态度，并认为向该公司投资是适当的投资者，有两种购买股票的技巧：（1）当整个股市处于低潮时购买公司的股票（这通常发生在熊市时期或相似的股市回落时期）；（2）当公司股票的市价低于其内在价值时购买该公司的股票，即使此时股市并非处于低潮。格雷厄姆说，在这两种技巧中，股票的购买价格中会自动产生边际安全性。

第一种技巧，即只在股市低潮时购买股票，会产生某些难题。它使得投资者必须形成某种模式以判断股市何时处于高潮，何时处于低潮。格雷厄姆说，如此一来，投资者就成了股市变化的人质，而股市的变化本来就不确定。而且，当股市的价格处于公允时，投资者就无法有利的购买普通股票。但是，一味等待股市回落而不购买股票非常乏味，而且最终也是无用的。

格雷厄姆更倾向于第二种技巧：找出那些市价被低估的证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券，而不管整个市场的价格水平如何。格雷厄姆承认，要让这种技巧有系统地生效的话，投资者必须有办法找出那些被低估了的股票。分析家们的目的就是发展一种能力，能向投资者推荐那些市价低于其价值的股票。

在20世纪的30、40年代，这种提法，即购买那些市价被低估的证券而不管整个市场的价格水平，还相当新颖。格雷厄姆的目标就是要介绍这种投资策略。

格雷厄姆把这种正确投资的概念精简为一句短语，即“边际安全性”。用这句短语，他试图对所有的证券，包括股票和债券，统一用一种方法进行投资。比如，如果一个分析家回顾公司的运营史，并且发现，在过去5年中，公司的年收入5倍于其固定费用，那么，根据格雷厄姆的理论，这家公司的债券就具有边际安全性。格雷厄姆并不指望投资者能正确预测公司的未来收入。相反，他指出，如果公司的收入和固定费用之间的边际差异足够大的话，投资者就不会受到公司收入突然下降的影响。

为债券建立边际安全性的概念并不难，真正的考验在于格雷厄姆能否把这种办法运用到普通股票中。格雷厄姆说，如果一种普通股票的市价低于其内在价值，那么这种股票的边际安全性就存在。

透视格雷厄姆

如果一种股票的市价低于其内在价值，那么该种股票的边际安全性就自动存在。

要让这种概念起作用，分析家们需要一种技巧来决定公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的内在价值。格雷厄姆关于“内在价值”的定义，正如他在《证券分析》一书中所写的，是指“由事实决定的价值”。这些事实包括公司的资产、收入、分红以及可确定的公司前景。

格雷厄姆承认，决定公司价值时最重要的因素是其未来收益能力。简单地说，公司的内在价值可以通过估计公司的收入，并乘以适当的资本因素后得到。这种资本因素，或者说增值器，受公司收入的稳定性、资产、分红政策以及公司财务健康性的影响。

格雷厄姆严厉警告说，如果分析家不能正确预测公司的未来经济状况，这种内在价值方法的使用就会受到限制。他很担心，分析家的预测可能会很轻易地被公司未来的潜在因素所抵消。销售额、定价、费用支出等因素都很难预测，这使得运用增值器方法特别复杂。

为了不受阻碍，格雷厄姆建议，边际安全性法在三个领域可以得到成功运用。第一，它对稳定的证券，比如债券和优先股都很有用；第二，它适用于比较分析；第三，如果公司价格和内在价值间的差距非常大，边际安全的概念就可以被用来选择股票。

格雷厄姆提醒人们注意，内在价值的概念很难捉摸，它与市场报表上的价格是不同的。原先，人们认为内在价值等同于公司的账面价值，或公司资产总和减去其债务后的值。这种观念导致人们早期认为公司的内在价值是个固定值。然而，分析家们逐渐认识到，公司的内在价值不仅指它的净资产，还包括这些净资产所能获得的利润。格雷厄姆提出，要想计算出公司内在价值的精确值是不大可能的。相反，计算出公司内在价值的近似值或其价值范围才是可以接受的。即使是近似值，把它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同售价相比，也足可以测出边际安全。

格雷厄姆说，财务分析不是一门精确的科学。为了达到准确，某些数字本身就是透彻的分析结果，比如平衡表、收入状况、赢利和分红、资产和负债等。然而，有些数字因素却很难分析，但它们确实是公司内在价值的重要因素。通常认为有两个这样的数字因素：管理能力和公司性质。

格雷厄姆总是担心过于强调数字因素。管理能力和公司性质都是很难量化的因素，而且，格雷厄姆认为，难以量化的因素经常会被错误计算。这并不是说格雷厄姆认为这些定性的因素没有价值，相反，当投资者过于强调这些难以捉摸的概念时，失望的可能性就会增加。对定性的因素过于乐观的投资者经常会采用较高的增值器。格雷厄姆从自身经历出发，认为那些从有形资产转向无形价值的投资者们，在某种程度上，其思考方式都具有潜在风险性。

格雷厄姆指出，要明确你的底线，把净资产值作为基本出发点。如果你购买资产，你的底线就限于这些资产的流动值。格雷厄姆推断说，如果你对公司乐观的增长预测没有全部实现，那么没有人能保证你的预测实现。如果一家公司被看作是具有吸引力的企业，并且其杰出的管理也预示着未来会获得高收入，毫无疑问，这家公司一定会吸引越来越多的股票购买者。“所以他们（投资者）会购买公司的股票，”格雷厄姆说，“而且，在购买过程中，股票的价格和其价格收益比也会被抬高。当越来越多的投资者热衷于未来的回报时，股价就会偏离其基本价值上升，股价越升越高，最后形成美丽的泡沫并以破灭结束。”

格雷厄姆说，如果能够确定公司的管理水平、商业性质和乐观的增长预期，从而最大限度地计算出公司的内在价值，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几乎不存在边际安全。另一方面，如果公司大部分的内在价值依赖于其可计算的数字因素，格雷厄姆指出，那么投资者的底线就更加有限了，固定资产是可计算的，分红是可计算的，当前和历史收入也是可计算的。所有这些因素都可以用数字表示出来，并成为可从实际经历中进行逻辑推导的来源。

格雷厄姆认为，好的记忆力成为了他的一个负担。一生中曾经两次破产的记忆使他特别欢迎那种强调底线保护的投资方法，这种方法与上升空间相对。

格雷厄姆说，有两条投资规则，第一条规则是：勿受损；第二条规则是：勿忘规则一。这条“勿受损”规则指导格雷厄姆运用两种方法来选择那些具有边际安全性的普通股票。这两种方法是：（1）以低于公司净资产值三分之二的价格买下该公司；（2）购买那些价格收益比低的股票。

以低于其净资产值三分之二的价格购买一种股票符合格雷厄姆现在的想法，并且也能满足他的某些数学预期。格雷厄姆一点也不强调公司的工厂、财产和设备，而且，他还扣除了公司的所有长期和短期债务，保留下来的只有公司的净现值。如果股票的价格低于这种每股价值，格雷厄姆推论说，边际安全就存在，购买股票就有保障。格雷厄姆认为这是一种简单易行的投资方法。他还解释说，这种结果是以一组股票（多样化）为基础得出的，而不是建立在单个股票结果基础上。符合这些要求的股票在股市处于熊市底端时很常见，而在牛市中极为少见。

格雷厄姆承认，在股市回落之前不进行投资是不合理的，因此，他又提出了另一种购买股票的方法。他强调，有一种股票，价格很低，并以较低的价格收益比进行出售，而且公司确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实有净资产值，换言之，公司的总值高于其负债。在格雷厄姆的一生中，他几次修改这种方法。就在他去世前不久，他还在和西尼·考特尔一起修改《证券分析》的第五版。当时，格雷厄姆分析，股票购买在财务上的结果是建立在下列基础上的：保持了10年的低价格收益倍数，股票价格为其从前市价的一半，当然，还有净资产值。格雷厄姆用这一方法检验股票，一直回溯到1961年，发现结果非常有说服力。

多年来，许多投资者也在寻找判断内在价值和低价格收益比——这是格雷厄姆的第一个技巧——的捷径，并且大都有所收获。然而，最近，我们得知，只依靠这些比率就作出判断并不能保证获利。今天，大多数投资者都依赖乔·波尔·威廉姆斯（John Burr William）关于价值的古典定义，正如他在《投资价值理论》（*The Theory of Investment Value*）一书中所描述的：任何投资的价值都是未来现金流的折现值。关于股息的折现模式我们会在第四章中谈到。

现在，我们应当注意，格雷厄姆的两种方法——以低于净资产值三分之二的价格购买股票，以及购买那些具有较低价格收益比的股票——有一个共同的特点，那就是，格雷厄姆用这两种方法选择的股票都是在市场上不受追捧的股票。某些宏观或微观因素导致股市对这些股票的定价偏低。格雷厄姆强烈认为，购买这些价格“低得不合理”的股票是很有吸引力的。

格雷厄姆的信心是以某些前提条件为基础的。第一，他认为，股市上的价格经常会发生偏离，大部分是由于人们的担忧或贪心等情感因素造成的。当乐观情绪达到顶点时，贪婪的心理会推动股价超过股票的内在价值，造成市场定价偏高；相对的，担忧的心理会使股价下挫，低于股票的内在价值，造成市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价偏低。他的第二个前提是建立在统计现象的基础上的，这种现象被称为“回归中线”，格雷厄姆自己没有使用这一术语。他引用诗人贺拉斯（罗马诗人——译者注）的话来增强说服力：“现在已然衰朽者，将来可能重放异彩，现在备受青睐者，将来却可能日渐衰朽。”不论统计学家或诗人怎么说，格雷厄姆相信，不完全市场回归时，投资者都会获利。

菲利普·费舍

当格雷厄姆写《证券分析》一书时，菲利普·费舍刚刚开始他的事业，那时他还是一名投资顾问。费舍从斯坦福商业管理学院毕业后，就在旧金山的安格鲁伦敦－巴黎国民银行（Anglo London & Paris National Bank）找到了一个分析员的工作。在不到两年的时间里，他就成为银行统计部门的负责人。就在这一职位上，他见证了1929年股市的崩溃。之后，他曾一度做过经纪人但无所建树。费舍决定开办自己的投资咨询公司。1931年3月1日，费舍公司开始营业了。

在20世纪30年代早期开办投资咨询公司看起来真是蛮干，但费舍指出他有两个有利因素：第一，所有在股市崩溃后还留有余钱的投资者一定对他们现在的经纪人非常不满；第二，在大萧条时期，商人们有时间坐下来，和他讨论事情。

在斯坦福的时候，费舍曾被指派陪着一位教授定期拜访旧金山地区的公司。教授会和公司的经理谈话，讨论公司的运营情况，并常常协助他们解决问题。回到斯坦福以后，费舍和教授会扼要回顾他们了解到的公司状况以及他们拜访的经理们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“每周的这一个小时，”费舍说，“对我来说都是接受训练的时间，这些训练是我所受过的训练中最有用的。”[7]

从这些经历中，费舍逐渐相信，用下列办法可以获得超额利润：（1）向那些收入潜力高于平均值的公司投资，并且（2）投资那些管理能力极强的公司。为了分辨出这类公司，费舍设计了一套点子系统，这套系统能根据公司业务和管理特点区分公司。

透视费舍

投资的成功依赖于找到某些公司，这些公司在至少六七年的时间里，在销售和利润方面都能保持高于平均的增长水平。短期的效果具有欺骗性，不能说明问题。

给费舍印象最深的公司都具有多年来能够以高于行业平均水平的速度增加其销售和利润额的能力。[8] 费舍认为，为了做到这一点，公司必须拥有“足够的产品或服务市场潜力，以在至少几年内保持适度增长”。[9] 费舍并不是非常关注公司的销售额是否持续增长。他判断公司是否成功是根据公司几年的情况进行的。他注意到，公司在商业周期中的变化会导致销售和收入上的变化。但是，他认为，有两种类型的公司在未来几十年中，都会保持高于平均水平的增长，这两种公司是：（1）那些“幸运且能干的”公司；（2）那些“能干所以幸运的”公司。

费舍说，美国铝业公司（简称 Alcoa）是第一种公司的典型。公司的“能干”是因为公司的创始人很有能力。Alcoa 的管理层预见到其产品的商业用途，因而大力开拓铝制品市场，扩大公司的销售。公司也很“幸运”，费舍说，因为在公司管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理层直接控制之外的大环境对公司和市场的影响也是积极的。航空运输的飞速发展迅速扩大了铝的销售。由于航空业的发展，Alcoa 所获的利益远远超出公司管理层原先的设想。

费舍认为，杜邦公司是那种“能干所以幸运”的公司的典型。如果杜邦公司一直保持其原来的产品——炸药不变，公司也会像其他大多数采掘公司一样发展起来。但是杜邦公司的管理层将其在生产火药过程中所获得的知识资本化，开发出许多新的产品，包括尼龙、玻璃纸和人造荧光树脂，并开拓了它们自己的市场，最终为杜邦公司带来成百亿的销售收入。

费舍指出，公司在研究和开发方面的努力对公司长期保持高于平均水平的增长贡献巨大。他解释说，很明显，如果不是在研究和开发方面下了大力气，杜邦公司和 Alcoa 都不会长期保持成功。即使是非技术性公司也需要致力于研究，以提供更好的产品和更有效的服务。

除了研究和开发以外，费舍还会看看公司的销售部门。他说，公司可能会发展杰出的产品和服务，但是除非公司的研发成果能够被“专业地推销出去”，否则它们不会转化成利润。费舍解释说，帮助客户了解公司产品和服务的优点正是销售部门的责任。他还说，销售部门还应当观察客户的购买习惯，并能发现客户在需求方面的变化。根据费舍的分析，销售部门是联结市场和研发机构的无价环节。

然而，仅有市场潜力还是不够的。费舍相信，一家公司，即使它的销售增长高于平均水平，如果它不能为股东带来相应的利润，仍然不是一个好的投资对象。他说：“如果从长期来看，利润不能随之相应增加，那么，世界上任何一种销售增长都不可能带来合适的投资。”[10]因此，费舍检查公司的利润边际、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司为保持和扩大这种边际所做的努力以及公司的成本分析和财务控制。

费舍相信，向临界公司投资永远也不可能带来超额回报。这些公司经常是在膨胀期获得大量利润，而在经济困难时期，公司利润也会大幅下滑。出于这一原因，费舍寻找那些不仅在生产产品和提供服务方面成本最低，而且努力保持这一状况的公司。如果一家公司的盈亏平衡点较低，或相应的利润边际高，则公司更有可能度过恶劣的经济环境。最终，公司将把实力较弱的竞争者驱逐出市场，从而巩固自己在市场上的地位。

费舍说，没有一家公司能保持其赢利能力，除非它能够在降低公司成本的同时理解生产过程中每一步的成本。他解释说，为了做到这一点，公司必须逐步建立起充分的财务控制和成本分析。费舍说，成本信息使公司能够把资源分配到产品和服务上，以发挥其最大的经济潜力。而且，财务控制有助于公司找出运营中的障碍。这些障碍，或低效率，是公司的预警装置，其目的在于保护公司整体的赢利能力。

费舍对公司赢利能力的敏感是与另一个要点相连的，即公司在不进行证券融资的情况下的未来增长能力。他说，如果公司只有在发行证券的情况下才有增长，那么股票数量的增多一定会抵消股东本来可能从公司增长中获得的利益。费舍解释说，一家高利润边际的公司，更有可能从自身的运营中获得资金，这些资金就可以保证公司的增长，而不需要再发行证券融资而稀释现有股东的所有权。另外，能够对公司的固定资产和运营资金需求保持充分的成本控制的公司，能更好地管理其现金需求，从而避免证券融资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

透视费舍

超级管理是市场表现良好的关键。

费舍注意到，超级公司不仅拥有超越一般的商业特征，而且，同样重要的是，由具备超级管理能力的人士进行管理。这些经理们决定开发新产品和新服务，这些新产品和新服务在公司现有产品或服务被充分开发之后，仍能推动公司销售增长。费舍说，具备充分的增长前景的公司有很多，因为这些公司目前的产品或服务会保证它们几年之内的增长，但是，没有几家公司有适当的政策来保证10年到20年的持续增长。他说："管理层必须制定可行的政策，以满足需要，使公司的当前利益服从于公司增长所要求的长远利益。"[11]他解释说，使当前利益服从长远利益，并不是要牺牲公司的当前利益。有超级管理能力的经理有能力执行公司的长期计划，同时又注重公司的日常运行。

费舍认为另外一点也很关键，那就是公司的管理层是否正直和诚实：公司的经理们在决策时是把自己当作股东的受托人，还是只关心自己的利益？

有一种方法能了解他们的意图，费舍透露说，那就是观察经理们是如何与股东交流的。所有公司，不论经济状况的好坏，都会经历一段意料之外的困难时期。一般而言，当公司处于良好状态时，经理们说话比较随意；但是，当公司状况有所下降时，有些经理就会三缄其口，闭口不谈公司的困难而不是坦白地告诉股东们。费舍说，从公司管理层对困难的反应中，人们可以了解这些掌握公司未来的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费舍论证说，一家公司要想获得成功，管理层必须发展同员工的良好关系。应当让员工们从内心感觉到公司是一个工作的好地方。公司应当让蓝领工人感觉到他们得到了尊重和体面的对待，让行政方面的员工们觉得晋升是以能力为基础的，而不是因为受宠。

费舍还会考虑管理的深度。公司的首席执行官是否有一支才华出众的团队，CEO 是否能代表公司管理公司的若干部门？

最后，费舍还会看一看公司的具体特点：公司的商业和管理方面，以及公司与同行业其他公司相比如何。这样研究一番之后，费舍试图找到公司与竞争对手相比之下的优越性。他辩论说，仅仅阅读公司的财务报告并不足以判断一项投资。审慎投资的关键一步，他解释说，在于尽可能多地从熟悉公司状况的人那里了解公司的情况。费舍承认说，这是一种“大撒网”式的调查，这种调查可能会产生他称之为“水桶”式的后果，今天，我们称之为商业小道消息。费舍宣称，如果处理得当，“水桶”会提供大量有价值的线索，供投资者判断那些优秀的投资。

费舍的水桶式调查使他得以尽可能多地了解各种信息。他和客户以及卖主谈话，他寻找那些为公司服务的咨询人士以及公司的前雇员，他和大学里的研究人员、政府人士以及贸易商会的管理者接触，他还会见公司的竞争对手。尽管公司的管理人员有时对自己公司的情况不愿意透露太多，但费舍发现，他们谈起竞争对手来却总是不乏谈资。“这真是令人惊奇，”费舍说，“认真分析那些以某种方式与某一特定公司产生联系的人对公司的典型看法，我们将会正确地了解到这个行业中每一家公司相对的长处和短处。”[12]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数投资者不愿意花费时间和精力去了解一家公司，而费舍却认为这是必需的。进行水桶式撒网和安排各种会面会花费大量时间，对每一家备选公司重复这种水桶式调查简直令人筋疲力尽。费舍发现了一种减少工作量的简单方法，那就是，减少持股公司的数量。他总是说，他宁可持有几家杰出公司的股票，也不愿意持有一大堆成绩平平的公司的股票。一般来说，他的投资组合包括不到10家公司，其中的3到4家占了他整个证券组合总额的75%。

透视费舍

持有几家杰出公司的股票胜过持有一大堆成绩平平的公司的股票。这样做会减少你做调查的时间，当然，除此之外，还有其他好处。

费舍认为，投资者要想成功，只需要做好几件事。其中一件就是只投资你能力范围之内的公司。费舍说，他早期的错误就在于"把自己的技巧估计得过高，超过了自己经历所允许的范围。我开始向完全不同的行业投资，这些行业不属于我认为自己能彻底了解的领域，而是处于我没有相对背景知识的领域"。[13]

查理·芒格

当沃伦·巴菲特1956年在奥玛哈开始他的合伙公司时，他只有10万美元多一点的资金。因此，他的早期任务之一就是说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

服更多的投资者向公司投资。某天，当他用一贯的认真语调劝说他的邻居爱德温·戴维斯博士和博士夫人时，戴维斯博士突然打断他，并出人意料地说，他们将投资 10 万美元。巴菲特问博士为何如此，戴维斯回答说："因为你让我想起了查理·芒格。"[14]

查理是谁？

虽然巴菲特和芒格都在奥玛哈长大，并且有许多共同的熟人，但他们直到 1959 年才见面。当时，芒格已经移居南卡罗莱那。他的父亲去世了，因此他回到了奥玛哈。这时，戴维斯博士决定让两个年轻人见面。他在当地一家饭店里和两人共进晚餐，这成为他们非凡合作的开始。

芒格的父亲是一位律师，他的祖父是一位联邦法官，他自己也成功地在洛杉矶地区开展了自己的法律事务，但是，当时他对股票市场的兴趣非常浓厚。在第一次见面的晚餐桌上，这两个年轻人找到了许多共同话题，包括证券。从那时起，他们就经常保持联系。巴菲特总是要求芒格退出法律行业，专注于投资。有一段时间，芒格同时涉足这两个行业。1962 年，他在继续从事法律事务的同时，成立了一家合伙投资公司，这家公司和巴菲特的公司非常像。接下来的 3 年，公司办得非常成功。3 年过后，他彻底地离开了法律界，当时他在律师事务所里已经有了一间刻有自己名字的办公室。

芒格在洛杉矶的合伙投资公司与巴菲特在奥玛哈的公司，在方法上非常相近，他们都试图购买公司真实价值的贴现值。（他们也享受到了相近的成果，两家公司都比道·琼斯工业平均指数高出一大截。）所以，两家公司都持有某些公司的股票就一点也不意外了。和巴菲特一样，20 世纪 60 年代晚期，芒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格开始收购蓝筹邮票公司的股票，最后，他成了蓝筹公司的董事会主席。1978 年伯克夏和蓝筹邮票公司合并的时候，芒格就成了伯克夏的副主席，他现在仍担任这一职务。

芒格和巴菲特两人的工作关系不是通过正式的合作协议达成的，而是经过多年发展，逐渐形成这种更加亲密的共生关系的。在芒格进入伯克夏董事会之前，两人就经常共同做出某些投资决策，还经常协商，渐渐地，他们在商业事务上的联系越来越紧密。

今天，芒格仍然是伯克夏·哈撒韦的副主席，并且还是韦斯考金融公司（Wesco Financial）的主席，这家公司由伯克夏公司控股 80%，并且在投资方面和伯克夏公司有许多相同之处。无论从哪个方面来看，芒格都起到了巴菲特所说的共同经营的合伙人的作用。要想了解这两个人有多么紧密的联系，只需我们数一下巴菲特报告中提到了多少次“我和查理”，次数多到几乎让人把“我和查理”当作一个人。

芒格的加入不仅带来了金融上的敏锐性，而且奠定了商法的基础。他有着和巴菲特不同的观点，这也反映在两人的工作上。芒格对许多知识领域都非常有兴趣，包括科学、历史、哲学、心理学以及数学。他认为，这些领域包含着许多重要的观念，这些观念，是那些有思想的人们可以并且应当在工作中采用的，也包括在投资决定中采用。芒格将这些观念称为“伟大的思想”，它们是他提出的著名的格子理论的核心，格子理论是投资者的思维模型理论。这些“伟大的思想”，我们在第一章中提到过。

总之，所有这些——金融知识、法律背景以及从其他学科中获取的知识——在芒格身上产生了一种不同于巴菲特的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哲学。尽管巴菲特仍然在寻找低价股票，芒格却认为为高质量的公司支付公平的价格是值得的。他很善于说服别人。

芒格说服了巴菲特，为收购赛氏糖果公司支付3倍于其账面价值的价格确实是一个好的交易（关于这项交易的完整故事请参见第二章）。这是巴菲特思想板块构造转移的起点，他愉快地承认，正是查理把他推向了一个新的方向。当然，两人都飞快地承认说，如果你找到一家高质量的公司，而这家公司碰巧又能以折扣价（低于其账面价值——译者注）购得，那么你就是掘到了金子。用伯克夏的例子，除赛氏公司之外，另一个是：可口可乐公司（参见第四章）。

巴菲特和芒格之所以配合如此默契，原因之一在于两人对常识性的商业理念都持强硬态度。像巴菲特，在一段时期，他宁愿忍受保险行业的低回报，也绝不签保单；像查理，在做韦斯考公司的CEO时，当面临违规的存贷款企业时，他拒绝贷款。两个人都表现出经营高质量公司所必须具备的管理品质。伯克夏·哈撒韦的股东们有福了，他们的经营合伙人照看着他们的利益，并在所有经济领域中帮他们赚钱。由于巴菲特对强制退休的态度——他根本不理这茬——在很远的未来，伯克夏的股东们将继续从中受益——不是从一种思想，而是两种思想。

透视芒格

寻找那些用很少的资金支出获得大量现金收入的公司。

* * *

为一家好公司（great company）支付公平的价格（fair price）远胜于为一家还可以的公司（fair company）支付高昂的价格（great price）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

综合影响

1976 年格雷厄姆去世后不久，巴菲特就成为格雷厄姆投资价值论的指定代言人。事实上，巴菲特的名字已经成为价值投资论的同义词。原因很简单。巴菲特是格雷厄姆最著名的勤奋学生，而且巴菲特自己也总是承认说，他在智慧方面，从格雷厄姆那儿得到许多。即使在今天，巴菲特仍然认为，格雷厄姆是继他父亲之后，对他的投资生涯影响最大的人。[16]

那么，巴菲特是如何把他从格雷厄姆那儿学到的东西同他自己所做的许多交易，比如华盛顿邮政公司（The Washington Post Company，1973）、资金超市/ABC（Capital Cities，1986）以及可口可乐公司（1988）融合在一起的呢？这些公司没有一家符合格雷厄姆那种严格的购买标准，但巴菲特对每一家公司都进行了大量投资。

早在 1965 年，巴菲特就意识到，格雷厄姆购买便宜股票的策略并非完美无缺。[17]由于听从导师格雷厄姆的方法，即购买那些以低于其净运营资产价值的价格出售的公司，巴菲特购买了一些真正的垃圾股。他逐渐认识到，他以低价购买的几家公司（符合格雷厄姆的收购标准）之所以便宜，是因为公司的商业基础已经受损。

从巴菲特早期投资失误时起，他开始慢慢脱离格雷厄姆的严格教导。“我逐渐有所发展，”巴菲特说，“但我并不是仅仅把从猿到人换个说法，说成从人到猿。”[18]较之其他公司数字方面的特性，他开始欣赏某些公司的质量优势。当然，他还在寻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

找便宜的交易，却得到可怕的结果。“对我的惩罚，”巴菲特承认，“是让我在某些行业的经济方面得到教训，包括短线农场工具生产商（丹姆斯特生产工厂）、排行第三的零售商店（霍斯柴尔德公司）以及新英格兰纺织商（伯克夏·哈撒韦公司）。”[19]他承认，他的投资观念发展受到了延误，因为格雷厄姆教给他的非常有价值。

在评价股票的时候，格雷厄姆并不考虑具体的商业，他也不考虑公司管理层的能力。他调查研究的范围仅限于公司的文档和年报。只要公司的股价低于其代表的公司资产的价值，从而在数学意义上有可能赚钱，格雷厄姆就会购买该公司的股票，而不考虑公司所在的行业或公司的管理。为提高自己成功的可能性，格雷厄姆尽可能多地购买符合这一要求的公司。

如果格雷厄姆的教导仅限于这些规则，那么巴菲特可以不太在意他。但是格雷厄姆强调的边际安全理论对巴菲特非常重要，以至于格雷厄姆方法论中的所有其他缺点都可以被忽略。即使在今天，巴菲特也仍然信奉格雷厄姆的主要思想，即边际安全理论。“在我第一次读到这一理论42年以后，”巴菲特说，“我仍然认为它非常正确。”[20]巴菲特从格雷厄姆那儿学到的关键一课是：成功的投资包括以低于公司基础商业价值的股价购买公司股票。

除了边际安全理论，这个理论构成了巴菲特思想的框架，格雷厄姆还使巴菲特认识到，追随股市上下波动是非常愚蠢的行为。格雷厄姆教导说，股票既有投资特性又有投机特性，它的投机特性源于人们的担忧和贪心。大多数投资者都会有这些情感，而正是这些情感，导致股价或者远远高出，或远远低于公司的内在价值，不停地变动。相比之下，股价低于公司的内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在价值更为重要，因为它产生了边际安全。格雷厄姆告诉巴菲特，如果他能从股市的情感漩涡中拔出来，就能发现许多投资者的不理智行为，他们购买股票不是基于逻辑，而是基于情感。

从格雷厄姆那儿，巴菲特学会了独立思考。格雷厄姆忠告巴菲特，如果你在正确判断的基础上得出了符合逻辑的结论，那么不要因为别人与你意见不一致而放弃。“你的正确或错误都不会是因为别人和你不一致，”他这样写道，“你之所以正确是因为你的数据和逻辑推理正确。”[21]

从许多方面来说，菲利普·费舍都和本杰明·格雷厄姆截然相反。费舍认为，要作出正确的决策，投资者们必须全面了解公司。这就意味着要调查公司的方方面面。投资者们不能仅仅了解公司的财务数字，还必须了解公司的商务本身，因为公司从事何种商务意义重大。他们还必须研究公司管理层的态度，因为管理层的能力可以影响公司的基础商业价值。他们必须尽可能地多了解公司所在的行业及其竞争对手的情况。总之，应当发掘各种信息资源。从费舍那里，巴菲特了解到了小道消息的价值。多年来，巴菲特发展了自己的广阔的沟通交流网络，他和各种能帮助他评价不同公司的人接触。

最后，费舍还教会巴菲特不要过分强调分散化。他认为，教投资者把鸡蛋放到不同的篮子里以降低风险的做法是错误的。他觉得，购买过多股票的危险在于，人们不可能看管好每个篮子里的鸡蛋。投资者的危险在于，他们对熟悉的公司投资太少，而对不熟悉的公司投资太多。在他看来，购买一个公司的股票却不花费时间了解调查公司的情况，比投资未达到分散化的风险更大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆和费舍之间的差异是明显的。格雷厄姆是量化的分析家，只强调可计算的因素：固定资产、当前收入和分红。他调查研究的范围也只限于公司的文档和年报。他从不花费时间会晤公司的客户、竞争对手和经理们。

费舍的方法和格雷厄姆正好相反。费舍是注重质量的分析家，他强调那些他认为会提高公司价值的因素，主要是公司前景和管理层的能力。格雷厄姆只对购买便宜的股票感兴趣，而费舍对购买那些能长期提高其内在价值的公司感兴趣。他会走得很远——甚至进行大量的会晤——以获得能帮助他进行选择的大量信息。

巴菲特读了菲利普·费舍的书——《怎样选择成长股》(*Common Stocks and Uncommon Profits*，此书已由海南出版社出版）（1958 年）之后，就开始寻找书的作者。"当我和他见面的时候，我对他这个人和他的思想都留下了深刻的印象，" 巴菲特说，"他和本·格雷厄姆很像，他表现得谦虚而大方，是一个很特别的老师。" 巴菲特指出，格雷厄姆和费舍的投资方法不同，但是，这两种方法 "在投资界并行"。[22] 如果我有改编的权利的话，我要说，这两者并非是并行的，在巴菲特身上，它们是吻合的：巴菲特的投资方法是一种综合体，是从质量上了解公司及其管理层（正如费舍所教）和从数量上了解公司的价格和价值（如格雷厄姆所授）的方法的结合。

但是，在这中间还有一位非常重要的人物，他就是查理·芒格。

沃伦·巴菲特曾经说过："我是 15% 的费舍和 85% 的格雷厄姆的结合。"[23] 这句话被广泛引用，但是要注意，这话是在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1969 年说的。从那时到现在，巴菲特逐渐地但确实向费舍的投资理念偏移，即选择数量不多的公司股票并长期持有。我认为，今天，如果巴菲特还要做类似的表态，二者的比例将会接近 50% 比 50%。

无疑，正是查理·芒格推动巴菲特向费舍的思想偏移。

芒格是一位真正意义上的费舍的质量理论的化身。从一开始，芒格就热诚地欣赏优质公司的价值，并愿意为此支付合理的价格。赛氏糖果商店（参见第二章）就是最好的例子。这家公司能获得大量的现金收入，而每年的资金支出却很少。芒格知道，这是一家优质公司，但是它的售价却 3 倍于其账面价值，违反了格雷厄姆的规则。在芒格的坚持下，伯克夏终于买下了这家公司。这次收购标志着巴菲特投资方法的基本转变。多年来，芒格一直坚持认为为优质公司支付高价是明智之举。

然而，在一个重要方面，芒格完全赞同本·格雷厄姆。多年前，格雷厄姆就教导巴菲特，情感因素在投资中具有两面性：它会使那些根据情感决定投资决策的投资者犯错误，但它也为那些成功地避免掉进同一陷阱的投资者创造机会。芒格通过阅读心理学文章，发展了这一主题。他称之为“判断错误的心理”，这点我们在第七章中将详细讲述，他坚持强调这一主题，使它成为巴菲特投资决策的一个组成部分。这是芒格最大的贡献之一。

巴菲特对本·格雷厄姆、菲利普·费舍以及查理·芒格的感激完全可以理解。格雷厄姆赋予了他投资的智力基础——边际安全性，并帮助他学会控制自己的情感，以利用市场的变化；费舍教会巴菲特一套最新的而且实用的方法论，这套方法论帮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

助他区分健康的长期投资，并帮助他长期管理自己的投资组合；芒格帮助巴菲特确认收购公司所带来的经济回报。如果我们认识到巴菲特是这三个人的综合体，我们就能够理解巴菲特投资行为中经常出现的混淆。

“仅仅拥有智慧是不够的，”德卡斯特（Descartes）写道，“最主要的是要善于运用这种智慧。”正是运用使得巴菲特有别于其他投资经理们。巴菲特的许多同行也都非常聪明、自律而且敬业。巴菲特之所以能超越他们就是因为他能坚韧不拔地把三个非常聪明的人的策略统一起来，形成一套完整的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章
收购指导：12 条不变的准则

Guidelines for Buying a Business: Twelve Immutable Tenets

沃伦·巴菲特被完全和股市联系在了一起，以至于那些对股市没有兴趣的人也听说过他的名声。其他人——那些偶尔读一下报纸金融版的人可能会知道他是一家公司的老板，这家公司的股票市值已经涨到每股 70000 美元。就是那些极热心地关注股市新闻的新投资者也主要把巴菲特看作是一名股票买家。

没有人可以否认，世界上最著名、最成功的投资家确实是一名出色的股票买家。但是这样说就低估了这件事。巴菲特真正的贡献在于挑选公司，而非股票。我这样说的意思指两个方面：第一，许多不经心的投资者都没有意识到，伯克夏·哈撒韦公司除了持有著名的股票组合外，还直接拥有许多公司；第二，当巴菲特考虑购买新的股票时，他会像买下整个公司一样，彻底地了解公司，他运用一套多年来发展起来的准则来了解公司。

事实上，巴菲特认为，购买整个公司和购买公司的股票之间并无真正意义上的不同。在两种情况下，他遵循的基本策略是相同的：寻找自己能理解的公司，这些公司有良好的发展前景，由诚实而能干的管理层负责运营；另外，重要的是，要能以有吸引力的价格买下来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特总是更愿意直接拥有一家公司，因为这样他就可以在公司最关键的事务——资金分配上发挥影响。（近年来，伯克夏越来越向这个方向发展。）但是，巴菲特又解释说，对一家公司没有控制权的弊端可以被两个明显的好处补偿：股票市场这个进行选择的舞台（1）要大得多；（2）能提供更多的机会找到便宜货。

巴菲特说："当我们投资的时候，我们是把自己当作商业分析人士，而不是市场分析员，也不是宏观经济分析家，甚至不是证券分析人士。"[1] 当他评价一家公司的时候，不论是为了潜在的公司收购还是为了可能的股票购买，巴菲特最先而且最重要的是从一个商人的角度来看。他从各个方面观察这家公司，检查公司管理、财务和收购价格等所有的数量和质量方面。

通过回顾巴菲特的生涯和他所有的购买行为，寻找这中间的共性，我们会发现 12 条基本原则，或者称为准则，这些准则指导他作出决定。把这些准则抽取出来，推而广之，并加以仔细分析，我们会发现这些准则自然地分成四类：

- 商业准则——商业的三个基本特征。
- 管理准则——高级经理人必须具备的三种重要品质。
- 财务准则——公司必须保持的四项关键性财务决策。
- 市场准则——两条相关的成本方针。

并非巴菲特所有的收购都能完整地体现出这 12 条准则，但是，作为一个整体，这些准则构成了巴菲特证券投资方法的核心。

这 12 条准则也是巴菲特自己管理伯克夏·哈撒韦的原则。巴菲特希望他所购买的公司具备的这些品质，在他每天步入公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司大门时同样可以看到。

沃伦·巴菲特的准则

商业准则

该公司是否简单且易于理解？

该公司是否保持一贯的经营方针？

该公司是否有良好的长期发展前景？

管理准则

管理是否理性？

管理层是否对股东坦诚？

管理层是否能拒绝制度规则？

财务准则

注意证券回报，而非注意每股收益。

计算“所有者收益”。

寻找有高边际利润的公司。

确保公司拥有的每 1 美元创造了至少 1 美元的市场价值。

市场准则

公司的价值是什么？

公司的买价与其价值相比是否有很大折扣？

商业准则

对巴菲特来说，股票是一种抽象物。[2] 他不相信市场理论、宏观经济概念以及扇形趋势等术语。他作投资决策的惟一基础

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是商业运作状况。他认为，如果人们进行投资是出于肤浅的概念而不是基于商业基础，那么一旦遇到麻烦，他们很可能会被吓跑，如此，就会损失金钱。与之相反，巴菲特全神贯注于学习一切有关商业的知识。他主要关注三个方面：

商业准则

公司必须简单且易于理解。

公司必须保持一贯的经营方针。

公司必须有良好的长期发展前景。

简单且易于理解

在巴菲特看来，投资者的金融成功与他们对其投资的理解程度相关。这里所说的“理解”是一个明显的特点，它把那些有商业定位的投资者和大多数“打一枪换一个地方”的投资者——他们是些仅购买股票的人——区分开来。

经过多年，巴菲特拥有大量的公司，这些公司涉及许多不同的行业。其中一些公司由他控制，另外的公司，他仅仅是个拥有少数股份的股东。但是，不论哪个公司，他都非常关心公司的经营情况。他了解伯克夏所有持股公司的利润、费用支出、现金流、劳动关系、价格波动以及资金分配等情况。

巴菲特能够这样深入地了解伯克夏下属公司的情况，是因为他有意把自己的投资限制在那些他在财务和智力上能理解的领域里的公司。他的逻辑是强制性的。如果你在自己并不了解的行业拥有一家公司（不论是完全拥有还是仅仅是一名股东），那么你不可能正确地解释公司的发展、作出明智的决策。巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特的劝告是："在你的能力范围之内投资。这并不是说你的能力范围要有多大，而是看你如何对范围定义。"[3]

批评家们争论说，巴菲特的自我投资限制使得他不能涉足潜力最大的行业，例如科技行业。巴菲特的回答是，投资成功并不是说你懂得多少，而在于你如何现实地认识你所不懂的东西。"只要投资者能避免犯大的投资错误，他并不需要做很多事。"[4] 巴菲特知道，取得高于一般水平的成绩，经常是通过做些相当普通的事情达到的，关键在于如何把这些普通的事情做得格外好。

公司保持一贯的经营方针

巴菲特不仅躲避那些复杂的公司，他也不购买那些正处于困难时期或面临难题的公司，或那些因为从前的计划无法得到顺利实施而进行根本性转变的公司。根据巴菲特的经验，只有那些多年来一直生产同种产品，或提供同项服务的公司才能获得最好的回报。对公司业务进行大的变动会增加犯错误的可能性。

据巴菲特观察，"公司巨变和超额回报通常不会同时发生。"[5] 但是，很不幸，大多数投资者的行动却表明，他们的信仰似乎与此相反。近年来，投资者们深受迅速变化的行业（如科技行业）的吸引，争相购买那些还处于重组过程中的公司的股票。巴菲特说，由于某些无法解释的原因，这些投资者都昏了头，对"这些股票明天将会带来巨大利益"这种想法深深迷恋，以至于看不清公司的现状。

巴菲特自己管理公司和对公司投资的经验都告诉他，公司的转向很少能成功。与其以便宜的价格投资面临困难的公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不如以合理的价格购买运营良好的公司，这样的花费能带来更大的利润。“我和查理（芒格）还没学会怎样解决公司的难题，”巴菲特承认，“但是我们已经学会了避开这些难题。在某种程度上来说，我们能获得成功，是因为我们集中力量在我们所能越过的1尺高的栅栏上，而不是因为我们学会了如何跨过7尺高的障碍。”[6]

公司有良好的发展前景

根据巴菲特的分析，经济社会可分为一小撮特许企业和众多的商品公司，这些商品公司大部分并不值得购买。他把特许企业定义为，某个提供产品或服务的公司，这家公司必须：（1）满足人们的需要；（2）其产品或服务没有类似的替代品；（3）其产品或服务不受控制。这些特点使得一家特许企业可以定期提高其产品或服务的价格，而不必担心丢失市场份额或降低销售量。一家特许企业甚至经常会在市场需求平稳，而生产能力尚未得到完全满足时提高价格。价格弹性是特许企业的一个根本特征，保证了特许企业能获得高于一般水平的资金收益。特许企业还拥有更多的经济信誉，所以能承受通货膨胀的不利影响。

> 为了更好地理解公司的长期发展前景，首先必须确定公司是特许企业，还是一家商品公司。

与特许企业相反，一家商品公司提供的产品与其竞争对手的产品并无本质上的不同。多年前，基本商品包括石油、汽油、药品、小麦、铜、木材和果汁。今天，电脑、汽车、航空旅行服务、银行以及保险服务都成为了商品类的产品。尽管广告预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算很庞大，但这些产品本质上无法与同类产品相区分。

商品公司通常都是低回报公司，而且，“利润纠纷大多在这些公司中产生”。[7] 这种公司的产品与其他公司的产品基本上没有差别，因此它们只能在价格上进行竞争——当然，这种竞争会严重减少其利润边际。一家商品公司要获得利润，最可靠的方法是降低成本，使自身成为一个低成本公司。在其他时间，商品公司要想获得利润，也只有在供应紧缩时期，而这种时期是一个极难预测的因素。巴菲特说，商品公司要想长期获得利润的关键因素是“供应紧缩年份与供应充足年份”之比。然而，这个比率经常是片段的。伯克夏纺织部门最近的一次供应紧缩时期，巴菲特讽刺说，“持续了半个上午”。

分析完公司的经济特点之后，巴菲特继续研究公司长期发展前景问题，他的下一步是判断公司的竞争实力和弱点。巴菲特说：“我所喜欢的，是公司在一个领域里有竞争实力，在这个领域内我理解这家公司，并且相信它会继续保持这种竞争实力。”[8]

在特许企业中，可以经常发现这种竞争实力。其中一种竞争实力是指可以随意提高价格并获得高资金回报率的能力；另外一种指公司在经济混乱中生存下来并一直经营的能力。巴菲特说，如果在一家公司里，你犯了错误，但是仍然能获得高于一般水平的回报，那可真令人安慰。他告诉我们说：“特许企业可以承受住经营失误。不称职的经理可能会减少一家特许企业的利润，但是他不会给企业带来致命的损害。”[9]

特许企业的一个主要缺陷就在于它们的价值不能长久。特许企业的成功不可避免地会吸引其他企业，随之而来的是竞争，替代产品很快会生产出来，产品间的差异会缩小。在竞争时期，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特许企业会逐渐蜕化成巴菲特所说的“虚弱的特许企业”，然后，进一步蜕化成“强大的公司”。最后，这家曾一度辉煌的特许企业就会变成一家商品公司。

随着一切的发生，出色管理的价值和重要性也成指数级增长。一家特许企业在管理不称职的时候仍然可以生存下去，而一家商品公司却不能。

管理准则

巴菲特所能给一个经理的最高评价就是说这位经理像公司所有人一样行事和思考。像所有人一样行事是指：（1）一直紧盯公司的基本目标——提高股东的价值；（2）决策理智并能推进这一目标。巴菲特很欣赏这样的经理，他们能承担自己的责任，向股东彻底地、坦诚地汇报公司情况，并有勇气拒绝那些巴菲特称为“制度规则”的东西——盲目地效仿同行。

当巴菲特考虑收购一家公司的时候，他会严肃地考察公司管理层的品质。巴菲特告诉我们说，伯克夏所购买的公司，都是由诚实和有能力的人进行管理，由那些他欣赏和信任的人担任经理。他寻求三个特别的特点：

管理准则

管理应当是理性的。

管理层应当对股东坦诚。

管理层应当能够拒绝制度规则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合理性

最重要的管理行为是公司资金的分配。它列第一是因为随着时间的过去，资金的分配决定着股东的价值。决定如何处理公司的利润——是对公司再投资，还是向股东分配红利——在巴菲特看来，是一个关乎逻辑和合理性的行为。“合理性是巴菲特赖以管理伯克夏的品质，这个品质把他和别人的风格区分开来，因为这种品质其他公司很少具备。”《财富》杂志的卡罗尔·鲁密斯（Carol Loomis）根据自己的观察说。[10]

如何分配公司的资金收入是一个与公司所处生命周期相关的问题。随着公司在其生命周期不同阶段的发展（生命周期的不同阶段是：（1）发展阶段；（2）迅速增长阶段；（3）成熟阶段；（4）衰落阶段），公司的增长率、销售、收入以及现金流都会发生巨大的变化。在发展阶段，由于公司要试验和生产新产品以及开发市场，公司会投入大量资金；在第二阶段，即迅速增长阶段，公司处于赢利时期，但公司的成长非常迅速，公司难以支持这种增长，因此，一般情况下，公司必须保留所有收入，并通过借贷资金或是发行证券来为公司的增长提供资金支持。

在公司生命周期的第三阶段，即成熟阶段，公司的增长速度放慢，公司经营得到的现金收入高于其发展所需资金和运行成本；在第四阶段，即衰落阶段，公司的销售额和收入都会减少，但公司的现金仍然过剩。这样，在第三和第四阶段，特别是在第三阶段，就产生了一个问题：应当如何分配这些收入呢？

如果把这些过剩的现金全部用于内部再投资，能够产生高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于一般水平的证券回报——即高于资金成本的回报，那么公司就应当保留所有的收入而且再投资。[11]这是惟一的符合逻辑的做法。然而，为了把低于平均水平的资金成本再投入到公司中，而保留公司的收入，是完全不合理性的——但也是非常普遍的做法。

一家公司，如果能产生一般水平或低于一般水平的投资回报，但仍能获得多余的现金收入的话，这家公司有三个选择：

1. 它可以忽视所存在的问题，继续以低于一般水平的回报比率再投资。
2. 它可以收购其他公司，以求增长。
3. 它可以把利润返还给股东。

正是在这个十字路口，巴菲特密切关注管理层的动作。管理层会不会采取理性的行动呢？

> 对管理层理性的最大检验是看他们如何分配多余的现金。

通常说来，那些不顾投资回报低于一般水平而坚持再投资的经理们都相信，这种情况只是暂时的。他们相信，凭借他们的管理能力，他们能改善公司的获利状况，而股东们也会被管理层的这种预言所迷惑。如果公司继续忽略这种情况，公司的现金就会逐渐成为一种无用的资源，股价也会下跌。经济回报低、持有大量现金并且公司股价又低的公司，会引来许多收购公司的金融大鳄，而这经常是公司当前管理层失掉公司管理权的开始。为了保护自己，经理们经常会选择第二种方式：通过收购其他公司追求增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宣布公司的收购计划通常具有刺激股东和驱走金融大鳄的作用。但是，巴菲特很怀疑这种需要“买”增长的做法，因为这种收购交易通常是以过高的价格达成的，而且公司需要整合并管理新的公司，在这个过程中很容易作出错误的决策，这种错误对股东来说，代价实在是太昂贵了。

在巴菲特看来，如果一家公司的现金逐渐增多，而投资又无法获得高于一般水平的回报，那么这家公司惟一合理并且负责的做法就是把这些钱返还给股东。这里有两种方式：一是提高股息，多分红；二是公司股票回购。

从股息和红利中得到现金，股东们就有机会寻找回报更高的投资机会。表面上看来，这是个非常好的买卖，因为许多人认为，股息提高标志着公司的运营情况良好。可是巴菲特认为，如果公司把收入分配给股东，比公司保留收益并再投资到本公司中能给股东带来更多利益，只有在这种情况下，他们的看法才是正确的。

多年来，伯克夏·哈撒韦公司从其资金中获得了非常高的回报，并保留着所有这些回报没有分配给股东。有这么高的回报，如果把它们作为股息分配给股东，股东们会被误导。毫无疑问，伯克夏没有分配股息，而股东们对此也无异议。1985年，巴菲特曾经询问股东们，有三种股息红利的分配方式可供他们选择：（1）把公司所有收入再投资到公司中，不做现金分配；（2）分配适度的股息（运营收入的5～15%）；（3）按照美国行业典型的比率分配股息（收入的40～50%）。大多数作出回应的人——88%——选择继续采用现行政策。股东同意管理层把全部收入再投资，这充分反映了股东的忠诚。伯克夏的股东们对巴菲特非常信任。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果说股息的价值有时会被误解，那么向股东返还收入的第二种方式——股票回购——就更是如此了。与第一种方式相比，这种方式对股东的好处，在许多方面是间接的、无形的和非即时的。

巴菲特认为，管理层回购股票的效果具有两面性。如果股票以低于其内在价值的价格被出售，那么这种回购就是一笔好的交易。如果公司股票的市价是每股 50 美元，而其内在价值为 100 美元，那么每购买一股，公司都是以 1 美元的支出获得 2 美元的内在价值。这种交易对公司的剩余股东来说非常有利。

巴菲特说，更进一步的是，当公司管理层在股市上大量购买公司股票时，他们的态度就表明他们的最大兴趣是成为公司股东，而不是漠不关心地扩大公司结构。这种姿态就是向市场发送了良好的信号，会吸引其他一些正在寻求有良好管理、能提高股东福利的公司的投资者们。通常，股东们会从这种回购行动中得到两次回报，一次是来自市场上的公开收购行为，接下来的一次是由于投资者们对公司产生兴趣，从而对股价发挥了积极作用。

坦　诚

有些经理，他们充分和真实地披露公司的财务状况，能够像公布其成功一样诚实地承认错误，而且在各个方面对股东都很坦诚。巴菲特高度评价这样的经理。他特别尊敬那些不以大众可接受的财务准则（Generally Accepted Accounting Principles，以下简称 GAAP）为借口，能够公布公司经营状况的经理们。

财务会计标准只要求披露行业段所确定的商务信息。有些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经理利用这种最低披露要求，把公司所有的商务信息凑成一个行业段，使得投资者难以理解他们各自公司的利益动态情况。巴菲特坚持认为，需要披露的是数据——包括 GAAP 所要求披露的，GAAP 没有要求披露的以及超出 GAAP 要求之外的数据——是所有那些能帮助投资者回答三个关键问题的数据，这三个问题是：（1）公司的大致价值为多少？（2）公司偿还未来负债的可能性有多大？（3）参考他们以前所做的交易，公司经理们的业绩如何？[12]

伯克夏·哈撒韦自己的年报是一个很好的榜样。它们当然符合 GAAP 的披露要求，但它们走得更远，披露得更多。巴菲特披露的内容包括伯克夏所有下属公司的各自收入以及所有他认为对股东判断公司经济状况有帮助的信息。巴菲特欣赏那些能够以同样的坦诚对待他们的股东的经理们。

巴菲特还欣赏那些有勇气公开讨论失败的人。他相信，能公开承认错误的人更有可能纠正错误。根据巴菲特所言，大部分公司年报都有虚假成分。随着时间的流逝，每一家公司都会犯错误，包括大的错误和不重要的小错误。他相信，太多的经理们在披露信息时过于乐观，而不是诚实地作出解释，这些经理们只考虑他们自己的短期利益，不顾任何人的长期利益。

巴菲特认为，是查理·芒格帮助他明白了研究错误的价值，而不是仅仅专注于成功。在巴菲特对伯克夏·哈撒韦公司股东的年报中，他坦白地陈述了公司的经济和管理状况，包括好的和坏的方面。他承认，这些年，伯克夏在纺织和保险业都面临困难，他自己在管理这些公司时也犯过错误。在伯克夏·哈撒韦 1989 年的年报中，他以描述自己一连串的错误开始："第一个 25 年的错误（精简版）。"两年后，这个题目变成了"错误

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一览（Mistake du Jour）”。现在，巴菲特已经不只是陈述错误了，他还陈述自己没有把握住的机会。

评论家说，公开承认自己的错误对巴菲特来说比对别人更容易，因为，他是持有大量伯克夏普通股的大股东，根本不用担心被解雇。这一点很正确。但是，这丝毫不能减损巴菲特信仰的价值，他相信坦诚不仅对股东有利，对经理们来说也一样有利。他说：“公开误导他人的CEO，最终会耽误自己。”[13]

行业惯性

如果直面错误能赢得信赖，那么为什么那么多的年报都只鼓吹成功呢？而且，如果资金的分配如此简单和符合逻辑，那为什么还有那么多的资金被错误地分配了呢？巴菲特已经知道，答案在于一种不可预见的力量，他称之为“行业惯性”——一种类似旅鼠（啮齿目动物，居住在北方地区，因其有时以淹死来结束生命的季节性群体迁徙而闻名——译者注）的习性，即公司管理层倾向于效仿其他经理的行为，不论这种行为是多么愚蠢或不理性。

巴菲特强调说，这是他的商业生涯中最令人吃惊的发现。上学的时候，他就知道，经验丰富的公司经理们都诚实而聪明，能自行作出符合逻辑的商业决策。但是，进入商界以后，他了解的情况却相反，“当行业惯性起作用的时候，理性通常会萎缩。”[14]

根据巴菲特所说，行业惯性有几个后果严重但又很普遍的表现：“（1）（公司）拒绝改变现在的发展方向；（2）认为只要所有的时间都在工作，公司的项目或收购行为就可以有资金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效益；（3）公司经理的任何想法，不论多么愚蠢，下属都会提出详细的收益率和战略研究加以支持；（4）无意识地效仿同行业中其他公司的行动，不论是扩展、收购、实行经理人补偿还是什么别的。”[15]

巴菲特早就知道这个教训。杰克·金沃尔特，伯克夏 1967 年收购的国家理赔公司的总裁，帮助巴菲特发现了这项制度的破坏性力量。当大多数保险公司以回报不充分，或是更糟糕地，以公司损失为条件大量签发保单时，金沃尔特离开了这一市场，拒绝再签发任何新保单。（完整的故事在第二章中已讲述。）巴菲特认识到金沃尔特这一决策的明智之处，并跟从这一做法。今天，伯克夏的保险公司依然采纳这个原则。

是什么驱使这么多公司采纳行业惯性呢？人性。多数经理不希望被别人看成是愚蠢的，或是让自己的公司处于季度性损失的尴尬境地，而其他“旅鼠”公司每季度仍然能获利，即使他们明白那些公司正在走向毁灭。改变方向从来就不是容易的事。比起改变公司的方向来，效仿其他公司走上通往失败之路更为容易。

显然，在这方面，巴菲特和芒格一样，都处于受保护的位置，因为他们都不用担心被解雇，所以他们可以对坏消息表现得很坦诚，这种地位也使得他们能打破常规，自由决策。尽管如此，沟通技巧高明的经理也能够说服股东，接受短期的收入损失和公司方向的改变，以便公司能有稳健的长期发展。巴菲特已经知道，无法拒绝采纳行业惯性通常与公司的股东无关，而和公司经理们是否愿意接受公司的根本转变有关。

即使公司的经理们认识到，公司必须作出根本性的转变，否则就有可能倒闭，要采取这种计划对大多数经理们来说也很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

困难。相反，许多人争相去购买新的公司，而不是面对当前的问题。

他们为什么会这么做？巴菲特筛选出对管理层的行为最有影响力的三个因素：

1. 大多数经理无法控制自己对有所作为的欲望。这种过度活跃的心理经常会借助公司并购得到宣泄。
2. 大多数经理经常会把自己公司的销售、收入以及管理层补偿等和行业内外的其他公司进行比较，这种比较必将导致公司的过度活跃。
3. 大多数经理都高估了自己的管理能力。

另一个非常普遍的问题是分配技巧糟糕。正如巴菲特指出的那样，CEO 们经常是因为在公司其他领域的杰出表现而升迁到这个职位的，这些领域包括管理、工程、市场或生产领域。由于他们在分配资金方面的经验极其有限，大多数 CEO 们会求助于他们的下属、咨询顾问或投资银行家，这样，行业惯性就进入了投资决策程序。如果 CEO 希望进行一项收购，而这项收购只有达到 15% 的投资回报才可以进行，巴菲特指出，令人吃惊的是，那些为 CEO 出谋划策的人会报告说，要收购的公司的投资回报是 15.1%。

判断行业惯性的最终标准是愚蠢的模仿。“如果 A、B、C 三家公司都在做同样的事，”D 公司的 CEO 就会推断说，“那么我们的公司也这样去做就一定不会错。”

巴菲特相信，并非贪财或愚蠢导致公司经营失败，而是同行业的动态规则使得公司难以不去进行那些既定的行为。巴菲特在对诺驰・戴姆商学院（Notre Dame）的学生发表演讲时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

列出了 37 家失败的投资银行。他解释说，虽然纽约证券交易所的交易量翻了 15 倍，但这些投资银行都失败了。这些银行的总裁都是勤奋工作的人，他们智商过人，有着强烈的成功渴望。巴菲特停顿了一下，扫视了一下听众，“你们想想，”他严厉地说，“他们为什么会有这样一个结局呢？我来告诉你们，那就是，”他说，“愚蠢地模仿同行的行为。”[16]

巴菲特非常幸运，与他一起工作的是美国公司中最出色的经理，包括资金超市（Capital Cities/ABC）的汤姆·莫菲（Tom Murphy），可口可乐公司的罗伯托·古尔祖塔（Roberto Goizueta）和多纳德·凯奥夫（Donald Keough）以及威尔斯·法戈（Wells Fargo）公司的卡尔·瑞查德（Carl Reichardt）。但是，有一点，巴菲特知道，即使是最聪明和能力最强的经理也无法挽救处于困境中的企业。巴菲特说：“如果你让这些人到一家糟糕的杀虫剂制造公司工作，结果不会有任何不同。”[17]这家公司仍然会破产。

我们真的应当赋予管理以价值?

巴菲特第一个承认，以这些标准——理性、坦诚和独立思考——来评价经理，比起用财务表现标准来评价困难得多，理由很简单：人比数字复杂。

事实上，许多分析家相信，由于对人的活动的衡量是模糊的，我们不能简单地凭借信任便赋予管理以价值，所以，这项评价活动是徒劳的。他们的观点看起来是说，没有一个可以凭借的数字，因而无从进行衡量；其他人则认为，管理的价值完全反映在公司的统计数据中了——包括销售、利润边际以及证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券收益——因此没必要再借助其他尺度。

这两种观点都有一定的正确性，但是，在我看来，也都不是完全正确到可以推翻原来的前提。花费时间去评价管理的原因在于，它能为最终的财务状况发出早期警告。如果你密切关注管理队伍的言行，在公司的财务报告和每日报纸的股票版刊登公司价值之前，你就会发现一些线索，帮助你衡量管理层工作的价值。这么做需要进行一些挖掘，那些意志力不强的人或懒惰的人会因此而退缩。这正是他们的损失。

针对收集必需的信息，巴菲特提供了几条小小的建议。往回翻翻几年前的年报，特别注意一下当时管理层关于未来战略的计划，然后与今天的结果相比，看看这些计划实现了多少？同时对比一下几年前的策略和今天的策略，看看是不是有所转变？巴菲特还建议说，拿你感兴趣的公司的年报与同行业中相近公司的年报进行比较也非常有价值。很难找到完全一样的公司状况，但是即使是将有关的公司状况进行比较也能使你更具洞察力。

扩大你的阅读范围，留意报纸和金融刊物上刊登的你感兴趣的公司及其所在行业的一般情况的文章。读读公司管理人士所说的话，听听别人对他们的评论。如果你发现主席最近发表了演讲或作过报告，就从投资者关系专栏复印一份，好好研究。到公司的网页上查阅最新信息。在你所能想到的每种方式中，都要提高敏锐性。你越是形成这种对信息敏感的良好习惯，这种过程就越容易。

然而，要注意：不要因为你花费了很大力气收集信息，就掉入高估其重要性的陷阱中。把这些信息放到更大的环境中看一看，无论管理层给他留下了多么深刻的印象，巴菲特也不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅仅因为个人而投资。“当声望杰出的管理人士去处理基本经济状况糟糕得出名的公司时，”巴菲特这样写道，“最后败下阵来的是管理人士，而公司仍然会保持它糟糕的名声。”[18]

财务准则

巴菲特衡量管理行为和经济表现的财务准则，是以某些巴菲特式的典型原则为基础的。首先，巴菲特并不太看重每年的结果，相反，他专注于 4 ~5 年的平均业绩。他注意到，通常情况下，公司的获利回报并不是按照地球公转的时间来进行的。他对那些宣布公司年终业绩惊人，实际上却不反映真实价值的熟练手法也没什么耐性。相反，他秉承几项永恒的财务准则：

财务准则

关注证券收益，而非每股收益。

计算“所有者收益”，以了解公司的真正价值。

寻找高边际利润的公司。

公司对其拥有的每 1 美元，是否创造了至少 1 美元的市场价值？

证券收益

习惯上，分析家衡量公司的年绩是看公司每股的收益情况。去年一年每股收益是否有所提高？是否高到可以吹嘘的地步？在巴菲特看来，每股收益只是一个烟幕。大多数公司都会保留

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部分上年的收益，作为提高其证券基础的一种方式，所以，巴菲特认为，没有必要对公司每股账面收益过于兴奋。如果公司每股收益提高 10%，同时提高其证券基础 10%，那就没有什么特别的。他解释说，这样做，与把钱存进储蓄账户，使利息增加没有什么两样。

巴菲特相信，对经济状况的衡量是看公司是否获得高的证券资金（没有不适当的负债杠杆，也没有财务花招等等）收入比率，而不是看公司每股收益是否持续增加。[19]要衡量公司的年业绩，巴菲特更倾向于使用证券收益——运营收入与股东证券的比率。

然而，为了运用这个比率，我们需要做几项调整。首先，所有市场化的证券应当按成本计价，因为股市的总体价值会严重影响某一公司股东的证券收益。例如，如果某年股市大幅上扬，因此提高了公司的净值，那么即使公司的运营收入大幅增加，也会因为分母更大而使公司的实际运营业绩下降。相反，市价的下跌会减少股东的证券，这意味着普通的运营状况会比实际上看起来好得多。

其次，我们必须控制那些对比率中分子有影响的特殊事项。巴菲特排除了所有可能增加或减少运营收入的特殊事项，也排除了所有资金收入或损失。他想把公司的年业绩独立出来。他想了解公司管理层如何用现有资金创造出公司的运营收入。他说，这是衡量公司管理层业绩的最好办法。

巴菲特还相信，公司可以在少负债或不负债的情况下获得高的证券收益。我们知道，公司可以通过提高其负债与证券之比，来提高公司的证券收益。巴菲特注意到了这一点，但是，对依靠增加负债来提高伯克夏·哈撒韦的证券收益的做法，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不感兴趣。他说：“好的商业或投资决策，是可以不用借助负债的杠杆作用就能创造出令人满意的经济成果的。”[20]而且，高负债的公司在经济衰退时易受攻击。他宁愿在金融财务质量上犯错误，也不愿增加债务风险，因为那是在拿伯克夏股东的利益冒险。

尽管巴菲特表现得很保守，但他对借钱并不畏手畏脚。事实上，他宁愿未雨绸缪，在用钱之前就借钱，也不愿在表明这种需要之后再去借钱。他说，如果收购公司的时间与获得资金的时间可以统一起来，那是最理想的。但是，经验表明，事实恰恰相反。便宜的资金可以把公司资产的价值抬高，而紧张的资金和高的利息率提高了负债的成本，经常会降低资产的价值。当收购公司的价格合适的时候，资金成本（更高的利息率）很可能会减损交易的吸引力。巴菲特说，正是由于这个原因，公司应当把资产和负债分开，独立管理。

这个哲学——现在借钱，为将来找到好的商业机会做准备——会以短期收益为代价。由于这个原因，巴菲特只在他有充分理由相信，公司未来收益会抵消负债的成本时才借钱。由于得到合适收购的机会有限，巴菲特希望伯克夏时刻做好准备。他建议说：“如果想射中稀有的奔跑迅速的大象，你就必须枪不离身。”[21]

对一个公司来说，有多少负债是合适的，巴菲特在这点上没有提供任何建议。不同的公司，根据其现金流不同，可以管理不同水平的负债。巴菲特确实说过，好的公司可以在不负债的情况下，创造高的证券收益。那些只有借助大量负债才能获得高的证券收益的公司，是很值得怀疑的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“所有者收益”

巴菲特警告说，投资者应当注意，每股财务收益只是决定公司经济价值的起点而非终点。他说：“首先要理解一点，并非所有的收益都是被均等地创造的。”[22]他指出，资产利润比高的公司，可能披露虚假的收益。因为通货膨胀给资产多的公司带来的损失较大，使这些公司表现出一种虚假的质量。因此，财务收益只有在分析家们预估公司的未来现金流时才有用。

但是，巴菲特又警告说，现金流也不是一个评估公司价值的完美工具，现金流经常会误导投资者。对于那些初始投资高而追加投资少的公司，比如房地产、油气行业和电缆公司，现金流是一个适当的方法；对那些需要持续投资的公司，比如制造业，仅仅用现金流的方法无法正确评估公司的价值。

公司的现金流被定义为，扣除通胀、损耗、摊销和其他非现金费用后的税后净收入。这个定义的问题，巴菲特解释说，在于它漏掉了一个关键的经济因素：资金支出。公司必须把年收入的多少用于购买新设备、设备升级以及采取其他保持公司现有经济地位所必需的改进措施？根据巴菲特的说法，约有95%的美国公司支出的资金正好相当于公司的折旧速度。你可以推迟这些资金一年或几年的支出，巴菲特说，但是，如果你长期不进行必需的设备升级更新，你的公司一定会衰落。这些资金的支出对一个公司来说，与劳动和效用成本一样高。

在20世纪80年代这段利用债务杠杆从事收购的时期，现金流的概念更为流行，因为收购交易的过高价格可以用现金流来解释。巴菲特相信，现金流的数字“通常是被公司和证券行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业的市场商人使用，用来把那些不合理的解释为合理的，从而把滞销的东西卖出去。当公司的收益看上去不够偿还垃圾债券，或过低的收益使股票的价格看起来很不合理时，用现金流来解释是多么方便呀。”[23]巴菲特警告说，你不能只专注于现金流，除非你不想考虑必要的资金支出。

与现金流相比，巴菲特更倾向于使用他所谓的“所有者收益”——公司的净收入加折旧、损耗、摊销，低于资金支出的数额以及其他必需的资金。

巴菲特承认，这个方法在数学上并不精确，原因很简单，计算未来现金支出经常需要严格的估算。但是，巴菲特引用凯恩斯的话说：“我宁愿模糊地对，也不愿精确地错。”

利润边际

同菲利普·费舍一样，巴菲特也注意到，如果管理层不能把销售转变成利润，大公司也会进行许多无用的投资。巴菲特凭自身经历知道，习惯于高成本运营的经理会继续找到办法增加成本，而惯于低成本运营的经理总是能够找到削减成本的办法。

巴菲特对那些漠视成本逐渐增加的经理没有耐心。通常，这些经理必须采取削减成本的措施，并要使之与销售相协调。每当一家公司公布一个成本削减计划时，巴菲特就知道，这家公司以前没有告诉股东，多少成本是合适的。他说：“真正优秀的经理，不是那些在早晨醒来，说‘我要在今天削减成本’的人，而是那些早晨醒来，决定做呼吸练习的人。”[24]

巴菲特专门指出威尔斯·法戈公司的卡尔·瑞查德和保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗·海赛（Paul Hazen）、资金超市的汤姆·莫菲和丹·伯凯（Dan Burke）的成就，因为他们都对不必要的花费进行无情的攻击。巴菲特说，他们“都厌恶比实际所需大的数字”。而且，“当利润处于账面水平时”，这两支管理队伍“都会攻击成本，其猛烈程度仿佛他们处于压力之下”。[25]巴菲特自己对成本和不必要的花费也很严格。他对伯克夏的利润边际十分敏感。他了解任何公司所适合的员工数量，而且相信，对公司的每1美元销售，都有一个合适的费用水平。

伯克夏·哈撒韦是独一无二的公司。卡维特饭店的公司员工（意指伯克夏公司的员工——译者注）想要担任垒球队的成员有一些困难。伯克夏公司没有法律部门，没有公共关系部门或投资者关系部门，也没有充斥着MBA毕业生、策划并购交易的战略规划部门。伯克夏不雇用豪华轿车的专职司机或信差。公司的税后最高支出不到公司运营收入的1%。巴菲特说，有将近公司收入的10%的支出，使其股东损失了9%的股票价值，仅仅因为公司的支出过高。

1美元前提

我们知道，长期来说，股市的变化轨迹和公司的实际价值基本相符，然而，一年之中，股价却不随价值上下波动。巴菲特解释说，公司的留成收益也是如此。如果公司长期不能运用留成收益获利，公司的股价最终会下滑；相反，如果公司能够运用留成收益创造高于一般水平的回报，这种成功就会反映在股市中，推动股价上扬。

巴菲特相信，如果他选择长期发展前景看好、由能力强而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且为股东着想的经理负责的公司，这些都会引起公司的市价上升。他有一个很快速的检测方法：上升的市价至少与公司的留成收益数额相符。如果市价超过了公司的留成收益，那么超过越多越好。总之，巴菲特解释说："在这个巨大的竞技场上，我们的工作就是，挑选出那些有经济特点的公司，它们的每一美元留成收益都会转化为至少 1 美元的市值。"[26]

市场准则

这里所说的准则中包含的所有原则都可以归结为一点：购买还是不购买一家公司。从这点来说，投资者必须衡量两个因素：公司是否值得购买？现在是购买它的好时机吗？也就是说，这个价格合适吗？

价格是由股市决定的，而价值是分析家或投资者在衡量了所有关于公司的商务、管理和财务特点等信息后决定的。价格和价值并不一定相等。如果股市是个真正充分的市场，价格会根据所有信息自行调整。我们知道事情不会如此，证券的价格会高于或低于公司的价值，原因各种各样，这些原因并不都符合逻辑。

从理论上说，投资者的行为受价格与价值之间差额的驱使。如果价格低于每股价值，理性投资者会买进；如果价格高于每股价值，任何明智的投资者都不会买进。

随着公司在其经济生命周期中的位置变化，分析家定期重估公司价值与市价之间的关系，并据此决定是买进、卖出还是持有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总之，两条永恒的原则是理性投资的关键：

市场准则

决定公司的价值。

以低于公司价值的价格购买公司。

决定公司的价值

多年来，分析家们采用多种公式计算公司的内在价值。有些人喜欢各种简洁的方法：低价格收益比、低的价格与账面价值比以及高股息红利。但是，据巴菲特说，最好的系统，是60多年前，约翰·伯·威廉姆斯（John Burr Williams）在他的著作《投资价值理论》（*The Theory of Investment Value*）一书中提出来的。通过解释威廉姆斯的理论，巴菲特告诉我们，公司的价值是公司未来存续期间的净现金流（也就是所有者收益）之和，根据合理的利息率折算成的现值。[27]他认为这是最合适的方法，用这种方法可以计算不同投资类型的价值，包括政府债券、公司债券、普通股票、住房建筑、油井以及农场。

巴菲特告诉我们，计算债券价值的数学公式极其简单。债券市场每天都要计算债券未来的息票，并用当前的利率计算这些息票的现值。这个方法就决定了债券的价值。要决定公司的价值，分析家需要估计公司未来可能存续期间所创造的“息票”，并把这些息票折算成现值。巴菲特说：“这样的方法，对所有公司，从很小的杀虫剂制造企业到蜂窝电话生产商，在经济上都是平等的。”[28]

综上所述，计算公司的现值意味着，首先，估计公司未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存续期间可能创造的总收益，然后，把它折算成现值。（注意，关于“收益”，巴菲特用的是所有者收益——扣除资金支出后的净现金流。）为估计未来现金总收益，我们需要运用所有已知的公司商务特点、财务状况、管理层的品质以及运用我们在本章中提到的分析原则。公式的第二部分，我们只需要决定折现率，以下我们将详述这点。

> **要决定公司今天价值几何，首先要估计公司未来现金总收益，然后用适当的比率折现。**

有一点巴菲特非常坚定，他寻找的公司的未来现金收益必须是可预见的、必定会有的，正如债券的收益一样。如果公司有持续的获利能力，而且，如果公司是简单的、易于理解的，巴菲特相信，他有一定把握决定公司未来的收益。如果他没有信心预测公司的未来现金流，他不会尝试估算公司的价值。

这是巴菲特的方法的与众不同之处。尽管他承认，微软公司是一家强劲的公司，而且他高度欣赏比尔·盖茨这个经理，但是巴菲特承认，他一点也不知道如何估算微软的未来现金收益。这就是巴菲特所说的“能力范围”的意思，他对高科技产业了解不足，无法预测该行业中公司的长期收益潜力。

这就把我们引向公式中的第二个要素：多高的折算比率才合适呢？巴菲特的答案很简单：用这个比率折算应当不会带来风险。多年来，他把这种比率用在政府长期债券上，因为 30 年后，美国政府 100% 会兑付债券上的息票，所以我们说这是个无风险的比率。当利率低的时候，巴菲特向上调整折现率。当债券收益低于 7% 时，巴菲特会把折现率提高到 10%。如果利息率逐渐自行提高，巴菲特就会让折现率和比率相符。如果它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们不一致，巴菲特就会提高安全边际3个点。

有一些学术界人士认为，任何一家公司，不论实力多雄厚，也不会像债券一样能确保未来现金收益。因此，他们坚持，更恰当的折现因素应当是无风险的回报率加上证券风险差额，风险差额反映了公司未来现金流的不确定性。巴菲特没有用风险差额，相反，他依赖安全边际，安全边际来自第一步中的差价购买，他还依赖公司持续的、可预测的收益。巴菲特说："我在确定性上下了很大工夫，如果你像我这样做了，所谓风险因素的概念就毫无意义。"[29]

以合理价格购买

集中注意力于易于理解、有长期经济实力、由为股东着想的人经营的公司。巴菲特说，所有这些准则都很重要，但是，这些准则本身并不能保证投资成功。为了成功，首先必须以合理的价格购买，然后，按照自己的期望运营公司。第二点并不总是易于控制，但第一点易于控制。如果对价格不满意，就不要购买。

巴菲特的基本目标是确认那些创造高于一般水平的收益的公司，然后，以低于其价值的价格买下公司。格雷厄姆教会巴菲特，只在股票的价格与价值间的差额代表安全边际时购买，这点很重要。今天，这点仍然是巴菲特的指导原则，即使，正如我们已经看到的，巴菲特的伙伴查理·芒格鼓励他偶尔可以花大价钱收购杰出的公司。

安全边际原则在两个方面对巴菲特有所助益。第一，它保护巴菲特不受价格下跌风险的影响。如果他计算出公司的价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只是比每股价格高一点点，他就不会买这只股票。他的理由是，公司的价值即使只是稍微有所下降，股价也会严重下挫，也许会低于他的买价。但是，如果价格和价值间的边际足够大，公司价值下降的风险就会降低。如果巴菲特能以公司内在价值的 75% 购买公司（25% 的折扣），而其价值后来又下降了 10%，他付出的买价仍然会有回报。

透视巴菲特的战略

寻找收益高于一般水平的公司，在其价格低于内在价值时购买公司的股票。

安全边际也有可能产生额外的股票收益。如果巴菲特正确地确认了那些收益超过一般水平的公司，公司的股票价值会在较长的一段时间内稳步上升。如果一家公司能保持股票赢利为 15%，那么这家公司的股价每年的涨幅都会超过股票赢利率为 10% 的公司。另外，如果巴菲特利用安全边际性，以大大低于公司内在价值的价格购买了一家真正杰出的公司，那么，当市场提高了公司的市价时，伯克夏就会从中获得额外的利润。巴菲特说：“市场和上帝不一样，市场不会原谅那些不知道自己在做什么的人。”[30]

多年来，沃伦·巴菲特运用本章中的 12 个基本准则进行了几项著名的股票购买交易。从美国快递公司（American Express，在第二章中提过）到《华盛顿邮报》（Washington Post）、资金超市（Capital Cities/ABC）以及早期收购 GEICO 的股票，巴菲特成功地把他的准则运用到这些行动中，取得了一系列令

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人吃惊的成功。但是，这些交易没有一桩比得上1988～1989年购买可口可乐公司那么宏大。因为这桩交易比其他的更能说明巴菲特的方法，我们将详细描述这桩交易。

可口可乐公司

可口可乐公司是世界上最大的碳酸饮料生产商、市场份额占有者和分配商。公司的软饮料产品最早于1886年在美国出售，现在已经在世界上约200个国家出售。

巴菲特与可口可乐的关系可以追溯到他的童年时期，当时他花了25美分从祖父的杂货店里买了6杯可乐，然后在邻街以每杯5美分的价格售出。巴菲特承认，从那时起到现在，他一直在观察可口可乐公司的显著成长，但是他没有像购买纺织厂、零售商店以及飞机和农用设备生产厂一样购买它的股票。即使在1986年，当他正式宣布樱桃可乐为伯克夏·哈撒韦公司年度会议的指定饮料时，巴菲特仍然没有购买一股可口可乐公司的股票。两年后，在1988年的夏季，巴菲特开始收购可口可乐公司的股票。

准则：简单且易于理解

可口可乐公司的业务相对简单。公司购买一些商品原料，把它们混合起来，制造成浓缩剂，卖给装瓶商。装瓶商再把这些浓缩剂与其他用料混合，然后把成品出售给零售商，包括小型商业中心、超市以及自动售货机。公司也提供软饮碳酸给矿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

泉水零售商，他们论杯向顾客出售软饮料。

公司的名牌产品包括可口可乐、减肥可乐（Diet Coke）、醒目（Sprite）、比伯先生（Mr. PiBB）、迈乐椰乐（Mello Yello）、瑞姆林瑞特啤酒（Ramblin' Root Beer）、芬达软饮（Fanta soft drinks）、泰伯（Tab）以及弗瑞斯卡（Fresca）。公司的饮料还包括高维 C 水果饮料（Hi－C）、小女孩果汁（Minute Maid juices）、帕瑞德（Powerade）、巢茶（Nestea）以及北欧薄雾（Nordic Mist）。公司拥有可口可乐生产企业（Coca-Cola Enterprises）40%的股权，它是美国最大的装瓶商，还有可口可乐阿玛提公司（Coca-Cola Amatil）37%的股权，这是一家对新西兰和东欧都有兴趣的澳大利亚装瓶商。

可口可乐公司的优势不仅在于其品牌，而且在于其无与伦比的全球销售系统。今天，可口可乐产品的国际销售占了公司净销售额的62%、公司利润的68%。除了可口可乐阿玛提公司外，公司还拥有许多装瓶企业的股权，这些装瓶企业遍布墨西哥、南美、东南亚，以及中国大陆。

准则：公司保持一贯经营

今天，没有任何一家公司可以和可口可乐公司的持续经营历史相媲美。公司于19世纪80年代销售饮料产品起家，120年后的今天，公司仍然在销售同样的产品。即使公司定期向其他不相关的公司投资，可口可乐公司的核心饮料业务仍然大部分保持不变。

惟一一点重大的不同在于公司的规模及其业务范围。100年前，公司雇用10名旅行推销商就能覆盖全美的业务。当时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司每年出售 116492 加仑饮料，年销售额为 14.8 万美元。[31] 50 年后，在 1938 年，公司每年销售 2.07 亿箱饮料（销售单位已经从加仑转变成箱）。同年，《财富》杂志上有一篇文章这样写道："很难找到一家公司可以和可口可乐公司相比，并且像可口可乐公司那样保持 10 年出售同一种产品的记录。"[32]

今天，距这篇文章发表又过去了 60 年，可口可乐公司仍然在出售饮料。惟一不同的是数量有所上升。到 2000 年，可口可乐公司已经在 200 多个国家出售了 165 亿箱饮料，年销售额达到 200 亿美元。

准则：良好的长期发展前景

就在 1989 年伯克夏公开宣布持有可口可乐公司 6.3% 的股份后不久，《亚特兰大机构》（*Atlanta Constitution*）的一名商业作家梅丽萨·特纳（Melissa Turner）采访了巴菲特，她问了他一个别人常问的问题：为什么不早点购买可口可乐公司的股票？在回答她的时候，巴菲特说这和他最后决定购买时的想法有关。

巴菲特解释说："假设，你要离开 10 年，你想进行一项投资，你了解你现在所了解的每一件事，而你不在的时候你不能改变什么，那么你会怎么考虑呢？"当然公司一定是简单而且易于理解的，公司一定有一个长期一贯的经营历史，公司的长期发展前景也一定很好。"如果我能确定某件事，比如我知道市场会一直上涨，或者我知道现任领导人仍然是领导人——我指的是世界各国的，或者我知道业务量将会大量增长，但是我并不知道可口可乐公司的任何情况，"巴菲特总结说，"那么，当我回来时，我会相当确定，可口可乐公司将会有大量的业务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发展。”[33]

但是，他为什么离开这么久呢？正如巴菲特所描述的，可口可乐公司的商业特征已经存在几十年了。为什么在那个特定的时间购买呢？是什么吸引了他的视线了呢？巴菲特坦白说，是可口可乐在 20 世纪 80 年代的变化，这些变化是在公司领导人——罗伯托·古祖塔（Roberto Goizueta）和唐纳德·凯奥夫（Donald Keough）的领导下完成的。

对可口可乐公司来说，20 世纪 70 年代是灰暗的年代。这 10 年间，公司和装瓶商纠纷不断，小女孩果汁公司业务部门的移民工人们起诉公司的不公平待遇，环境学家声称公司的一次性包装加剧了全国性污染问题，联邦贸易委员会指责公司排他性的经销系统违反了谢尔曼反托拉斯法，公司的国际业务也非常糟糕。阿拉伯国家联合抵制可乐，起因在于公司发展了一名以色列经销商，这毁了公司数年的投资。在日本——公司收入增长最快的地方——也陷入了战场。可口可乐公司的 26 盎司家用瓶装可乐在商店的货架上爆炸。另外，日本消费者愤怒地反对公司用人造煤焦油给芬达葡萄汁（Fanta Grape）上色。当公司用真正的葡萄皮改变了饮料的外观时，顾客们被激怒了，他们把葡萄苏打全部倒进了东京湾。

整个 20 世纪 70 年代，可口可乐是一家支离破碎的、被动的公司，而不是饮料行业锐意进取的改革者。1971 年，从 1962 年起就担任公司总裁的保罗·奥斯丁（Paul Austin）被任命为公司主席。尽管公司存在着诸多问题，公司仍然有数以百万计的美元收入。但是，公司没有把这些收入再投资在公司的饮料市场上，相反，奥斯丁通过投资水利项目和捕虾农场而使公司多元化，尽管这些项目的利润边际都很薄。他还买下了一家葡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

萄酒酿造厂。股东们强烈反对这项投资，认为可口可乐公司不应当和酒业有联系。为了转移人们的批评，奥斯丁拿出前所未有的大量资金进行广告宣传。

同时，可口可乐的证券收益率为20%。然而，公司的税前利润在下滑（见图4.1）。到1974年年末熊市结束的时候，公司的市值为31亿美元（见图4.2）。6年后，公司的市值上升到41亿美元。换句话说，从1974年到1980年，公司市值上升的年平均率为5.6%，大大低于标准普尔500指数。公司这6年中留存的每1美元，只创造了1.02美元的市值。

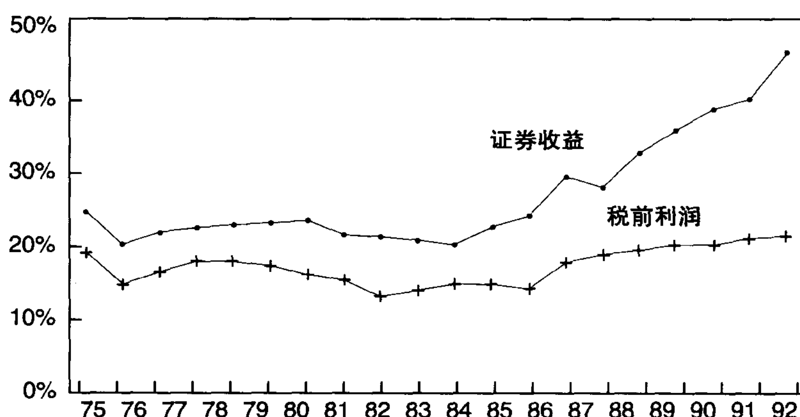


图4.1　可口可乐公司：证券收益和税前利润

奥斯丁的行为加重了可口可乐公司的灾难。[34] 奥斯丁是个令人畏惧的人物，他难以亲近，他的妻子基尼是公司内部另外一股破坏力量。她用现代艺术重新装饰了公司总部，抛弃了公司古典的诺曼·罗德韦尔（Norman Rockwell）的绘画。她甚至命令公司派一架飞机帮助她搜寻艺术品。但是，正是她发出的最后一项命令，促成了她丈夫的倒台。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

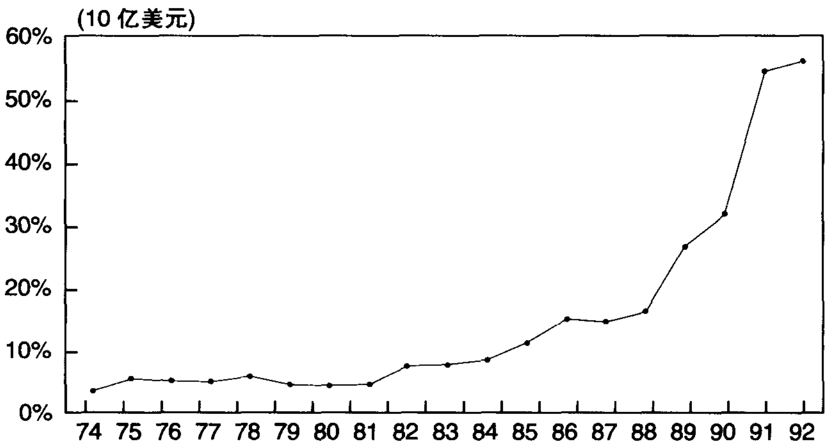


图 4.2 可口可乐公司：市值

1980 年 5 月，奥斯丁太太命令公司的花园不再对员工的午宴开放，她抱怨说，员工们的食品残渣引来大量的鸽子落到修剪得很好的草坪上。命令发布后，员工们的情绪受到打击，非常低落。公司 91 岁的元老，罗伯特·伍德瑞夫（Robert Woodruff），从 1923 年到 1955 年是公司的领导人，当时仍然是公司董事会下金融委员会的主席，他听够了这些。他命令奥斯丁辞去职务，并由罗伯托·古祖塔替换了奥斯丁。

古祖塔在古巴长大，是可口可乐公司第一位外国 CEO。他外向的程度与奥斯丁沉默寡言的程度一样。上任伊始，他采取的行动之一是召集可口可乐公司 50 名高级经理在加州棕榈泉（Palm Springs）开会。“告诉我，我们做错了什么，”他说，“我想知道全部错误，一旦这些错误被改正了，我要求百分之百的忠诚。如果有任何人觉得不快乐，我们会给你一个很友好的清算，然后请你离开。”[35] 正是这次会议形成了公司的《80 年代战略》，这是一本约 900 个词的小册子，它勾画了公司的目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标。

古祖塔鼓励经理们承担智力风险。他希望可口可乐公司主动行动而不是被动应付。他开始削减成本，要求可口可乐公司下属的所有公司都必须做到资产收益最大化。这些行动立刻扩大了公司的利润边际。

准则：高利润边际

1980 年，可口可乐公司的税前利润边际很低，仅为 12.9%。利润边际连续 5 年一直下降，实际已经低于公司 1973 年 18% 的利润边际。在古祖塔上任的第一年，公司税前利润边际就上升到 13.7%，到 1988 年巴菲特购买可口可乐公司的股票的时候，已经达到了 19%。

准则：证券收益

在《80 年代战略》中，古祖塔指出，公司必须放弃那些证券收益不再令人满意的下属公司。任何新投资的公司都必须是有足够的实际增长潜力的公司。可口可乐公司不再对在停滞的市场上争夺股份感兴趣。古祖塔宣布："提高公司每股收益，进而提高公司证券收益仍然是我们的目标。"[36] 古祖塔说到做到。1983 年，可口可乐公司的葡萄酒业务被出售给西格瑞姆公司（Seagram）。

尽管 20 世纪 70 年代，公司的证券收益达到了令人尊敬的 20%，但古祖塔并不满足于此。他要求更高的收益，而公司也做到了。到 1988 年，公司的证券收益已经上升到了 31.8%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不论采用何种标准，古祖塔领导下的可口可乐公司的金融成就都已经 2 倍甚至 3 倍于奥斯丁时期的可口可乐公司。这一成就在公司的市值中得到反映。1980 年，可口可乐公司的市值为 41 亿美元。到 1987 年年底，虽然股市刚刚经历了 10 月的急剧下挫，公司的市值仍然上升到了 141 亿美元（见图 4.2）。在 7 年中，可口可乐公司的市值以 19.3% 的平均年率上升。公司这段期间留存的每 1 美元，都带来了 4.66 美元的市值。

准则：坦诚的管理层

古祖塔的 20 世纪 80 年代战略特别包括了股东。“在下一个 10 年，我们应当完全以股东、以保护和提高股东的投资为任务，”他写道。[37] “为了给股东一份高于一般水平的投资回报，”他解释说，“我们必须选择那些回报超过通货膨胀的业务。”

古祖塔不仅必须提高公司业绩（这需要资金投入），他还必须设法提高股东的价值。为了同时做到这两点，可口可乐公司必须同时提高利润边际和证券收益，这样才能在削减红利分配比例的同时提高分配的红利数额。在 20 世纪 80 年代，分配给股东的红利每年都上升 10%，而红利分配比例已经从 65% 降到了 40%。这就使公司得以把更大比例的收入再投资到公司业务中，以保持公司的增长，同时，又不会损害股东的利益。

在可口可乐公司的年报中，每年都是以这样的叙述开始其财务回顾和管理层讨论的：“管理层的最主要目标是股东价值的最大化。”公司的业务战略也强调使公司的长期现金流最大化。为了做到这一点，公司主要集中在三个方面：向高回报的软饮料业务投资；提高现存业务的回报；使公司资金成本最优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化。如果成功了，公司的现金流就会增加，证券收益就会提高，股东的总体回报也会上升。

准则：理性管理

净现金流的增长使可口可乐公司提高了公司给股东的分红，并使公司得以在公开市场上回购其股票。1984 年，公司授权进行第一次股票回购，当时，公司宣布回购 600 万股公司股票。从那时起，公司已经以每股 12.46 美元的价格回购了 10 亿多股，占了公司 1984 年 1 月 1 日在外股票的 32%。换言之，公司用约 124 亿美元的资金买回股票，这些股票今天的市值约为 600 亿美元。

准则："所有者收益"

1973 年，可口可乐公司的"所有者收益"（净收入加折旧减资金成本）为 1.52 亿美元（见图 4.3）。到 1980 年，所有者收益达到了 2.62 亿美元，以 8% 的年复合利率增长。从 1981 年到 1988 年，所有者收益从 2.62 亿美元上升到了 8.28 亿美元，年平均复合利率为 17.8%。

可口可乐公司所有者收益的增长反映在公司的股价上。如果我们以 10 年为期看一下，就会发现这一点特别明显。从 1973 年到 1982 年，可口可乐公司的总利润以 6.3% 的平均年率增长；从 1983 年到 1992 年，平均年率为 31.1%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

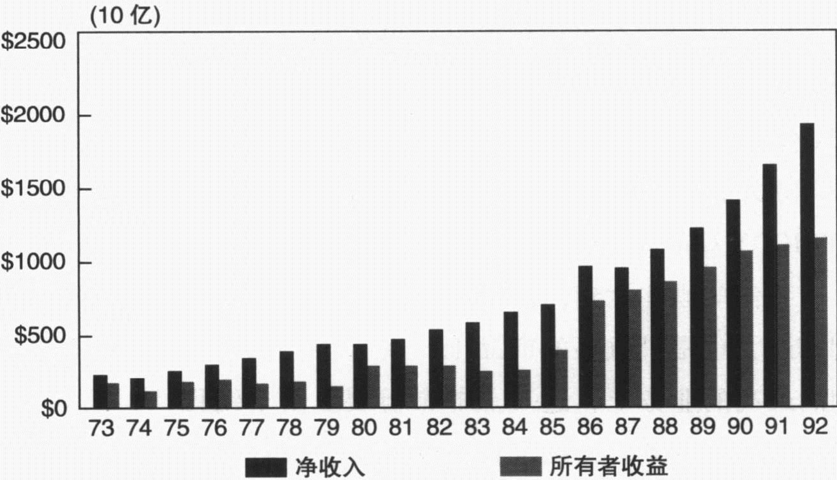


图 4.3 可口可乐公司：净收入和“所有者收益”

准则：抵制行业惯性

当古祖塔接管可口可乐公司的时候，他首先推行的运动之一就是剥离公司前 CEO 保罗·奥斯丁发展的不相关的业务，使公司回归到核心业务——销售果汁上来。这是可口可乐公司能够抵制行业惯性的一个很好的说明。

把公司收缩成一个单一产品公司无疑是一项大胆的举动。使古祖塔的战略更引人注目的是他采取这些行动的时机，当时饮料行业中的其他公司正在做完全相反的事。当时，饮料行业的几家领先公司都将公司利润投资到其他不相关的业务中。安尤赛－布施公司（Anheuser-Busch）把从啤酒中所获的利润投资于主题乐园；布朗－弗曼公司（Brown-Forman），白酒和酒精的生产商和分销商，把利润投资于瓷器、水晶、银器以及箱包业务，这些业务的利润比起饮料行业都低得多；西格瑞姆有限

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司，一家全球性酒精和白酒公司，买下了环球演播室（Universal Studios）；百事可乐，可口可乐的主要竞争对手，买下了快餐业务弗雷托－雷（Frito-Lay）和餐馆，包括塔克贝尔（TacoBell）、肯德基和必胜客。只是到最近（1999 年 4 月），百事可乐才把它的饮食业务成功地转让给 TRICON 全球连锁饭店（TRICON Global Restaurants）。

我们应当注意到，古祖塔的行动不仅把公司的注意力集中到其最大也是最重要的产品上，而且把公司的资源重新分配到利润最高的业务上，这一点非常重要。由于销售饮料的利润远远高于其他业务，公司现在把利润再投资到回报最高的公司业务上。

准则：决定价值

1988 年，当巴菲特第一次购买可口可乐的股票时，人们问："可口可乐的价值在何处？"公司的价格 15 倍于其收益，12 倍于其现金流——比市场平均值分别高出 30% 和 50%。巴菲特支付了账面价值的 5 倍来购买这家收益率为 6.6% 的公司。他愿意这么做是因为可口可乐公司有非同一般的经济发展水平。当时，公司的证券收益率为 31%，而资金投入相对较少。巴菲特已经解释过，价格不能说明价值。可口可乐公司的价值，他说，和其他任何公司一样，是由公司未来存续期间可能产生的所有者收益总额，根据适当的利率折现决定的。

1988 年，可口可乐公司的所有者收益为 8.28 亿美元（见表 4.1）。当时，30 年期美国国债（零风险利率）的交易利率是 9%。这样，可口可乐公司 1988 年的所有者收益，按 9% 的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率折现，能得出公司的内在价值为 92 亿美元。当巴菲特购买可口可乐公司的时候，市场价格是 148 亿美元，看起来巴菲特支付的价格过高了。但是，92 亿美元代表公司从当时到现在的所有者收益的折算价值，如果买方愿意以高出 92 亿美元 60% 的价格购买可口可乐公司，那一定是因为，他们把高出部分看作是可口可乐公司未来的增长机会。

表 4.1 可口可乐公司——“所有者收益”分析

（单位：百万美元）

	年销售额	年收入	折旧	资金成本	所有者收益
73	2145	215	59.1	121.3	152.8
74	2522	196	59.5	150.1	105.4
75	2872	239	67.7	143.3	163.4
76	3032	285	71.7	182.2	174.5
77	3559	326	85.4	260.9	150.5
78	4337	374	95.0	306.0	163.0
79	4961	420	117.0	409.3	127.7
80	5912	422	138.0	298.0	262.0
81	5889	447	144.9	329.6	262.3
82	6249	512	150.7	400.3	262.4
83	6829	558	156.0	492.0	222.0
84	7364	629	170.0	565.0	234.0
85	7904	678	335.0	652.0	361.0
86	8669	934	430.0	665.0	699.0
87	7658	916	153.0	300.0	769.0
88	8338	1045	170.0	387.0	828.0
89	8966	1193	184.0	462.0	915.0
90	10236	1382	236.0	593.0	1025.0
91	11572	1618	254.0	792.0	1080.0
92	13074	1884	310.0	1083.0	1111.0
年复合增长率					
1973－1980	15.6%	10.1%	12.9%	13.7%	8.0%
1981－1988	5.1%	12.9%	2.3%	2.3%	17.8%
1988－1992	11.9%	15.9%	16.2%	29.3%	7.6%

如果一家公司能够在不增加额外资金的情况下提高公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有者收益，那么就可以根据零风险回报和所有者收益预期增长之间的差额来折算公司的所有者收益。分析一下可口可乐公司，我们会发现，公司从 1981 年到 1987 年的所有者收益是以 17.8% 的年率在增长，这个比率远远高于零风险回报率。当这种情况发生时，分析家们运用了两段式分析模型。他们首先计算出公司在某些年超常增长时的未来收益，然后计算公司放慢速度、保持平稳增长时的未来收益。

我们可以运用这种两段式分析公司未来现金流在 1988 年的现值。1988 年，可口可乐公司的所有者收益是 8.28 亿美元，如果我们假设，可口可乐公司在未来 10 年能以 15% 的年率提高其所有者收益（这一假设是合理的，因为 15% 的年率低于公司前 7 年的平均数），10 年后，所有者收益将达到 33.49 亿美元。我们再假设一步，假如从第 11 年开始，公司的年增长率放慢到 5%，用 9% 的折算率（当时的长期债券利率），我们能推出公司在 1988 年的内在价值为 483.77 亿美元（见表 4.2）。[38]

我们可以用不同的增长率反复做这个实验。如果我们假设，可口可乐公司能保持所有者收益按 12% 的比率增长 10 年，以后年份的增长率为 5%，那么按 9% 的比率折算，公司的现值为 381.63 亿美元。如果假设头 10 年的增长比率为 10%，此后为 5%，则现值为 324.97 亿美元。如果假设全部年份的增长比率都是 5%，公司的最低值也达到了 207 亿美元［计算公式为 8.28 亿美元/（9% －5%）］。

准则：以具有吸引力的价格购买

1988 年 6 月，可口可乐公司的股价达到每股约 10 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4.2 运用两段式“除数”折算模式折现后的可口可乐公司所有者现金流

	年									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
上年现金流	$828	$952	$1,095	$1,259	$1,448	$1,665	$1,915	$2,202	$2,532	$2,912
增长率（+）	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
现金流	$952	$1,095	$1,259	$1,448	$1,665	$1,915	$2,202	$2,532	$2,912	$3,349
折算因素（*）	0.9174	0.8417	0.7722	0.7084	0.6499	0.5963	0.5470	0.5019	0.4604	0.4224
年折现值	$873	$922	$972	$1,026	$1,082	$1,142	$1,204	$1,271	$1,341	$1,415
现金流现值总和					$11,248					
余额价值										
10 年后现金流			$3,349							
增长率（g）（+）			5%							
11 年后现金流			$3,516							
股本比率（k-g）			4%							
10 年后价值			$87,900							
10 年后折现因素（*）			0.4224							
余额现值					37,129					
公司市值					$48,377					

注：假设第一阶段增长率为 15%；第二阶段增长率为 5%；折算率为 9%。

美元值以百万为单位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（析股后的价格）。在接下来的 10 个月中，巴菲特购买了 9340 万股股票，支付了 10.23 亿美元的总价，每股平均价格为 10.96 美元。1989 年底，可口可乐公司已经占据了伯克夏所持普通股组合中的 35%。

从古祖塔 1980 年掌管可口可乐公司以来，公司的股价每年都在上涨，在巴菲特第一次购买可口可乐公司股票前的 5 年间，股价平均每年上涨 18%。公司的财富如此之多，巴菲特没法廉价购买，但是他仍然提前计算到了。巴菲特提醒我们，价格与价值无关。

在巴菲特购买可口可乐公司股票期间，即 1988 年和 1989 年，可口可乐公司在股市上的平均价格为 151 亿美元。但是根据巴菲特的估计和记忆，公司的内在价值大约在 207 亿美元（假设所有者收益按 5% 的比率增长）到 324 亿美元（假设 10% 的增长比率）之间，也可能是 381 亿美元（假设 12% 的比率），或者是 483 亿美元（假设比率为 15%）。巴菲特的安全边际——内在价值的折扣——可能低到保守的 27%，也可能高达 70%。

准则：1 美元前提

自从巴菲特开始购买可口可乐的股票后，可口可乐的价格表现就超乎寻常：1989 年 12 月 31 日投资到普通股票上的 100 美元，如果股息用来再投资，10 年后税前价值已达 681 美元，平均年复合回报率达 21%。从 1989 年开始，可口可乐公司的市值从 258 亿美元上升到了 1439 亿美元。在 1989 年 12 月 31 日到 1999 年 12 月 31 日的 10 年时间里，可口可乐公司创造了 269 亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元的利润，向股东支付了 105 亿美元的股息，留存了 164 亿美元用于再投资。对留存的每 1 美元，公司都创造了 7.2 美元的市值。在 1999 年年末，伯克夏原先对可口可乐公司的 10.23 亿美元投资已经价值 116 亿美元。

可口可乐公司是惟一一家向全世界出售饮料的生产商和分销商。在美国，可口可乐公司每年向每个人提供 425 个 8 盎司饮料服务。对比一下中国，在中国，每个人每年只消费 7 个服务，增长潜力相当明显。通过提高可口可乐饮料在东欧、前苏联、印度、非洲以及远东的人均消费量，可口可乐公司会完成它的目标：以高于一般的速度扩大销售量。

巴菲特说，最好的投资目标是这样的公司：在一段时间之后，公司的回报率高于一般水平，从而有大量的资金可供运用。这个描述和可口可乐公司非常相符。可口可乐是世界上最广为传播和受人尊敬的品牌。这就很容易理解，为什么巴菲特认为可口可乐是世界上最有价值的特权公司。

聪明的投资者

巴菲特投资哲学中最著名的特点是：透彻地理解了持有股票就意味着拥有公司，而不仅仅是拥有几张纸片。巴菲特说，认为只购买股票而不必理解公司的运作，包括公司的产品和服务、劳动关系、原材料支出、工厂和设备、资金再投资需求、库存、应收项目以及运行资金需求，这种想法非常不理性。公司所有者能够认识到这种思想的不理性，而股票持有人却经常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有这种想法。在《聪明的投资者》一书的结论中，本杰明·格雷厄姆这样写道："投资越像商业行为，它就越需要智慧。"巴菲特说，这是"关于投资的最重要的9个词"。（英文中这句话由9个单词组成——译者注）

持有股票的人有两个选择，或者成为公司的所有者，或者仅仅是可转让证券的持有人。那些把他们持有的普通股票看作是仅仅持有几张纸片的人，不会关心公司的财务状况。他们的行为表明，他们认为市场上变化不定的价格，较之公司的平衡表和收入状况，更能准确地反映股票的价值。他们买进和卖出股票就像玩牌一样。在巴菲特看来，普通股持有人的行为与公司所有者的行为是密切相关的。这两种人用同一种方式看待公司的所有关系。巴菲特说："因为我是一个好的商人，所以我是一个好的投资者；因为我是一个好的投资者，所以我是一个好的商人。"[39]

人们经常问巴菲特，他将来会购买何种类型的公司，他说，第一，"我不会购买商品公司和由我不信任的经理管理的公司"。他所要购买的类型是他能理解的公司——是经济状况良好，并且由值得信赖的经理进行管理的公司。"一家好的公司不一定适合收购，"巴菲特总结说，"但是要收购就一定要找那些好公司。"[40]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章
集中投资：理论与机制

Focus Investing: Theory and Mechanics

迄今为止，我们一直在研究沃伦·巴菲特选择股票的方法，一个建立在12条永恒准则基础上的投资方法。我们已经阐释了这些准则是如何应用于著名的可口可乐公司的收购交易中的。我们也阐述了他人的观点是如何帮助巴菲特形成自己的投资哲学的。

但是，正如每一位投资者知道的，决定购买哪一只股票仅仅是故事的一半。故事的另一半是管理投资组合：了解应当持有哪只股票，持有多长时间；决定是否应当抛售部分股票转而购买其他股票，以及如何抛售、如何购买；了解如何控制情绪起伏，情绪起伏就像过山车，伴随着这种剧烈的情绪变化，人们一定会作出某些决定。

这里，沃伦·巴菲特会向我们展示有关方法。

多年来，好莱坞向我们展示的资金经理人总是这种形象：同时对着两个话筒说话，同时盯着好几个不断变化的电子屏幕，一边在纸上疯狂地写着什么，一旦发现某个屏幕上的股票价格稍有下跌就一脸痛苦。

沃伦·巴菲特远不是这么疯狂。他十分平静，这种平静源于自信。他不需要同时看几个屏幕，他对股市上每一分钟的变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化不感兴趣。沃伦·巴菲特的思考不是以分钟计，也不是以日或月计，而是以年计。他不需要跟踪数百家公司，因为他的投资集中在几家公司。他认为自己是一位“集中投资者”——“我们的投资只集中在几家杰出的公司。”[1] 这种方法，我们称之为集中投资，大大地简化了投资组合的管理工作。

显然，集中投资是一个简单的想法，但是，和其他简单想法一样，它也是以复杂的连锁概念为基础的。在本章和下一章中，我们将详细讲述这些基础概念以及它们的作用。换句话说，本章讲述“集中投资的原因和方式”，下一章描述“接下来将要发生的事”。这两章的目的就是向人们讲述一种全新的考虑投资决策和管理投资组合的方式。事先提出警告：我们这里将讲述的新方式很可能与人们平常所说的股市投资方法正好相反。

现状：二者选一

投资管理的现状看起来是两种竞争战略在进行拉锯式争夺：（1）积极的投资组合管理；（2）指数投资。

积极的投资管理人经常是在买进和卖出大量普通股票时发挥作用。他们的工作就是尽量使客户满意，这就意味着他们创造的收益必须一直高于股市，这样，在任何一天，当某个客户使用这种明显的衡量工具——“我的投资和整个市场水平相比怎么样?”时，客户就会把他的钱仍然留在基金中。为了一直保持这种高水平，积极经理人试图预测未来6个月中股票的变化，并根据自己的预测，不断调整投资组合。平均来说，普通股票共同基金拥有100多只股票，周转率为80%。

另一方面，指数投资是一种购买并持有的消极投资方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种方法涉及组合购买和持有分布广泛的普通股票组合，以模仿某个基准指数，比如标准普尔 500 指数。

与积极管理方式相比，指数投资方式相对比较新，而且不常见。从 20 世纪 80 年代起，指数基金完全成为一种替代投资的合法方式之后，这两种方式的支持者们就发动了一场战争，试图决定何种方式最终能创造出更高的投资收益。

积极投资组合经理人说，凭借他们卓越的选股技巧，他们能胜过任何一种指数。指数战略者研究了近期指数战略的历史。在一项追溯了 20 年（从 1977 年到 1997 年）记录的研究中，证券共同基金胜过标准普尔指数的百分比急剧下降，从早年的 50%降到 4 年前的接近 25%。从 1997 年开始，情况更加糟糕。1998 年 11 月，90%的积极管理的基金的表现都不及市场的表现（平均水平比标准普尔 500 低 14%），这意味着只有 10%的基金可以超过市场水平。[2]

积极投资组合管理是今天被普遍采用的做法，但是它胜过指数投资的可能性非常小。由于每年都要疯狂买卖数百只股票，机构资金经理人在某种意义上，就是市场。他们的基本理论是：只要我们预测某种股票很快将升值，并能脱手，今天就买下，不必管它是什么股票。这种逻辑的致命缺陷在于，考虑到金融领域的复杂性，作出准确的预测是不可能的。使这个不稳固的理论基础更加复杂的是这种高频率的活动带来的成本后果，成本降低了投资者的净收益。当我们考虑到成本因素时，很明显，积极资金管理本身造成了它的衰落。

指数投资法因为不会引起同样的成本支出，在许多方面要优于积极投资管理。但是，即使是最好的指数基金，在其运作的顶点时，赚到的也只和股市大盘收益一样多。指数投资者的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益不会低于市场，但也不会高于市场。

从投资者的观点看，这两种投资策略的本质是一样的：通过投资分散化最大限度地降低风险。通过大量持有不同行业和市场上不同部门的股票，投资者希望构筑一个温暖的保护壳，以抵御可怕的损失风险。他们认为，如果把资金全部投入一个领域，而如果这个领域又遭遇了某种灾难，那么他们就会遭受损失。在正常时期，这种想法是这样的：在分散的资金中，某些股票价格会下跌，而另外一些则会上升，所以，后者会弥补前者的损失。积极投资的经理人相信，投资组合中的股票越多，机会就越多。10 个好于 1 个，100 个又比 10 个好。

从定义上来看，指数基金能够满足这种分散化要求，如果它所模仿的指数也是分散化的（大多数指数都是分散化的）。传统的股票共同基金也是这样，这种基金总有多达 100 只的股票在变化中。

长期以来，我们一直被灌输这种分散化的想法，我们对于它注定的结果都变得麻木了，这个后果就是：平凡的结果。积极投资组合基金和指数基金都能保证分散化，但是，总的来说，这两种策略都不能提供额外的收益。

聪明的投资者必须问自己：我是否对“平凡”感到满意？我是否可以做得更好？

一个新选择

沃伦·巴菲特是怎么看待这场持续的争论的呢？对这两种选择——指数法和积极管理战略，他会毫不犹豫地选择指数法。对于那些对风险的承受能力非常低的投资者，对于那些对公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的经济状况不了解但仍想投资于普通股票以获得长期利益的人来说，也是这样。“通过定期地投资于指数基金，”巴菲特用他那种独特的方式说，“一无所知的投资者实际上能够比大多数投资专家做得更好。”[3]

然而，巴菲特很快指出，还有另外一种选择，一种不同的积极投资组合战略，这种方法能大大增加超越指数的概率，这种选择就是集中投资。

集中投资：一幅宏图

观察其本质，集中投资意味着：选择少数几只经过长期努力有可能创造高于一般水平的收益的股票，把你的投资集中在这几只股票上，在任何短期市场变动中都坚定地持有它们。

让我们把这个过程分解成几个独立的因素，并逐一讲述。

“寻找杰出的公司”

多年来，沃伦·巴菲特发展了一套选择公司的方法，这些公司，用巴菲特的观点来说，是值得巴菲特投放他的资金的地方。他的方法依赖一种常识性的思考：如果公司本身做得非常好，而且又由聪明的人进行管理，公司的内在价值最终会反映在它的股价上。这样，巴菲特的主要注意力不是花费在追踪股价上，而是在分析基础商业的经济状况和评估管理上。

巴菲特的分析过程包括根据一套投资准则和基本原则来评估每一次机会。这些准则，正如在第四章中描述的那样，可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被看作是一套工具传动带。每一条准则都是一种分析工具，这些准则综合起来，提供了一套方法，来挑出那些有更多机会产生高经济收益的公司。

如果紧紧跟随沃伦·巴菲特的准则，人们就一定能找到那些对集中投资有意义的公司。这些被选中的公司长期表现杰出，有着稳定的管理，这种稳定性使公司未来更有可能表现出众，就和公司过去的表现一样。这是集中投资的核心：把你的投资集中在那些最有可能有杰出表现的公司。

概率理论，来自于数学领域，是构成集中投资理性基础的概念之一。在后面我们将详细说说它。

“越少即越多”

还记得巴菲特给“一无所知”的投资者的建议——投资指数基金吗？更符合我们的目标的是巴菲特紧接着说的话：“如果你了解某些东西，能理解公司的经济状况，并能找到 5 ~ 10 家定价合理又有长期竞争优势的公司，那么传统的分散化投资（投资大量分散的积极投资组合）对你就毫无意义。”[4]

传统的分散化投资有什么不对吗？第一，这种方法大大提高了你购买自己还不够了解的东西的可能性。巴菲特建议，“了解一些”的投资者，运用巴菲特的准则，将他们的注意力集中在几家公司上——5 ~ 10 家，会做得更好。大众投资者，如果投资 10 到 20 家公司比较合理。

比决定要投资的公司的确切数目更关键的，是理解这一切背后的一般性概念。如果把集中投资应用到大的投资组合上——包含成打的股票的组合，集中投资方法就会土崩瓦解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集中投资者的黄金法则

1. 把资金集中投资在由有力的管理层运作的杰出公司上。
2. 把投资限制在能真正理解的公司数量之内。10 个比较好，超过 20 个就会带来麻烦。
3. 挑选出好公司中最优秀的，然后把大量资金投入其中。
4. 从长远考虑，最少是 5 到 10 年。
5. 当发生变化时，要坚持住。

正如我们在第三章中所了解的，巴菲特的思想深受菲利普·费舍的影响，在这个领域中我们可以清晰地看到费舍的影子。费舍以集中投资组合而闻名。他总是说，他宁愿只选择几家他了解的杰出公司投资，也不会向他不太了解的大量普通公司投资。正如我们所看见的，费舍通常把自己的投资组合限制在 10 家公司之内，其中三四家他会投入整个投资的 75%。

肯·费舍，菲利普·费舍的儿子，也是一位成功的资金经理人。他是这样总结他父亲的投资哲学的："家父的投资方法是建立在一套与众不同但极具洞察力的概念基础之上的，那就是：少即是多。"[5]

"对利润高的公司下大赌注"

费舍对巴菲特的影响也反映在他的信仰中，即当你突然遇到一个大好机会时，惟一的理性反应就是进行大额投资。今天，沃伦·巴菲特也坚信这种思想："对于自己进行的每一项投资，你都应当有勇气和信心投入自己投资于股票净值的至少 10%。"[6]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果每一家都投入10%，你就能看出为什么巴菲特说，理想的投资组合应当包括不超过10家公司的股票。然而，集中投资并不是这样简单的投资方式：找到10家表现良好的公司，平均分配自己的投资资金。即使投资组合中的全部股票都是高利润的，其中一些的利润也一定高于另外一些，对这些利润更高的股票应当投入更大比例的资金。

21点的玩家凭直觉就能理解这种策略。在扑克牌21点游戏中，当运气特别眷顾他们的时候，玩家们就会下大赌注。投资者和赌博的人依靠同样的科学：数学。运用概率理论，数学为我们提供了另外一套集中投资的基本理论——凯利最优化模型（Kelly Optimization Model），在本章的后面我们将详细讲述这种模型。凯利公式运用概率计算最优化，在投资领域计算最优化的投资比例。

再回过头来想想第二章中描述的巴菲特决定购买美国快递公司的有限合伙权的情况。当丑闻使这家公司的股价下跌将近一半的时候，巴菲特把自己合伙公司资产的40%这样一笔巨额资金投入这家公司。他坚信，尽管当时的情形对美国快递公司不利，但是公司十分稳固，股价最终会回到正常水平的，同时，他发现了这个绝好的投资机会。但是，这家公司真的值得他投入自己总资产的一半吗？这真是一笔潇洒投出的大赌注。两年后，巴菲特高价卖出了这些股票，净赚高达2000万美元的利润。

“耐心等候”

集中投资与分散投资、频繁转手这种方法正相反。尽管集

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中投资在所有积极战略中，最有机会让长期表现超出指数收益，但是它要求投资者耐心地持有自己的投资组合。而同时，其他的投资战略可能会走到前头。我们已经认识到，短期内，利率的变化、通货膨胀或对公司收入的短期预期会影响股价。但是，如果我们把时间横线拉长，反映公司基础商业经济状况的趋势线会逐渐主导股价的起伏。

理想的时间期限应当是多长呢？对于这点，并没有一个硬性的和快速的规则（尽管巴菲特很可能会说，任何少于 5 年期限的理论都是愚蠢的）。它的目的并不是让你不要转手。要知道，非东即西的想法是愚蠢的，因为那样当机会来的时候，你就会错过它。我建议，作为一个一般的规则，我们可以考虑把转手率界定在 10% 和 20% 之间。10% 的转手率表明，投资者持有股票 10 年；20% 则表明持有 5 年。

“价格变化时不要惊慌”

集中投资追求的是超过一般水平的结果，而且，如同我们将要在下一章中见到的，有有力的证据——包括学术研究和实际案例——表明，这种追求可以实现。但是，毫无疑问，道路是曲折的，因为伴随集中投资方法的副产品是价格波动。集中投资者能够忍受这种曲折和颠簸，因为他们知道，从长远来看，公司的基础经济状况将给予的补偿比短期价格波动带来的影响多。

巴菲特是不顾颠簸的人，他的合伙人查理·芒格也是。查理是通过另外一条稍有不同的途径了解和认同集中投资的基本概念的。他解释说：“在 20 世纪 60 年代，我用的是复合利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表，我作出各种假设，判断自己在普通股票变动方面有什么优势。”（OID）[7] 他经历了几种情况，来决定自己在投资组合中应当持有多少股票，和判断自己希望股价发生什么样的变化。

“我从自己在纸牌游戏中的经历认识到，当天大的运气真的落到你头上来的时候，你必须下重手赌一把。”查理说。他的结论是，只要他能应付股价变化，那么拥有三只股票就已经足够了。“我知道自己在心理上能够应付逆境，因为养育我的人都相信战胜逆境。”（OID）[8]

也许你也来自能战胜逆境的人群。但是，即使你不是如此幸运地出生于其中，你也可以获得他们的一些特点。你需要有意识地改变自己的思考和行为方式。新的习惯和思考方式并不是一夜间形成的，但是不断告诫自己对市场的反复无常不必惊慌或草率行动却是可行的。

做算术

运用第四章中介绍的投资准则，选出几家表现出众的公司，我们就开始了集中投资的过程。没有人否认做这样大量的研究会花费很多时间，但是，这样做并不需要什么特别的或深奥的技能，这也是真的。为了做好这项研究，你必须了解如何阅读以及如何思考，这些都是你已经拥有的技能。但是，到时候，当你走到集中投资的过程的一半的时候，你就需要了解数学中的两个领域，可能它们对你还是全新的领域：概率理论和最优化理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

概率理论

说股市是一个不确定的领域的说法，是过于简化，而不是夸大。在这个领域中，有数以百计甚至数以千计的各种力量，形成合力，推动股价变化。所有这些力量都在不断运动变化中，每一种对价格都有巨大的冲击力。没有一种力量可以有绝对的把握作出预测。那么，投资者的任务就是辨认并除去那些最不了解的，然后集中投资于最了解的。这项任务正是概率的实践。

当我们对某一形势不确定，但仍想表达我们的观点时，我们通常用这样的话做开场白：“可能是” 或者 “有可能”，或者 “不太可能……”。如果我们进一步试着把这些一般性的表达用数学来量化，我们就需要运用概率。概率是不确定性的数学语言。

一只猫生下一只鸟的概率有多大？零。太阳明天升起的概率有多大？这种被认为一定会发生的事件的概率被确定为 1。所有事件的概率，既非确定的，也非不可能的，都是介于 0 和 1.0 之间的一个分数。决定这个分数是多少，就是概率理论所要做的。

1654 年，布雷斯・帕斯卡（Blaise Pascal）和皮瑞・德・弗迈特（Pierre de Fermat）交换了一系列信件，这些信件形成了今天概率理论的基础。帕斯卡是一个天才儿童，精于数学和哲学，他接受了哲学家和赌徒舍弗利亚・德・迈瑞（Chevalier de Mere）的挑战，去解决一个难倒了许多数学家的难题：如果两个玩牌的人在牌局结束前就离开了，这两个人应当如何分配赌金？帕斯卡把德・迈瑞的挑战也向弗迈特提出，弗迈特是个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实力很强的数学天才。

"1654 年帕斯卡和弗迈特间关于这个问题的通信，" 彼德·博恩斯坦恩（Peter Bernstein）在他的关于风险的得意之作《与上帝作对》中这样写道："标志着数学史和概率理论上的划时代事件。"[9] 尽管他们两人从不同的方面着手解决这个问题（弗迈特用代数学而帕斯卡用的是几何学），他们都构建了一套系统，来决定几个可能出现的结局概率。事实上，帕斯卡的数字三角解决了许多问题，包括判断你最喜欢的棒球队在输掉第一场比赛后，还能赢得世界职业棒球大赛的可能性。

帕斯卡和弗迈特的工作标志着决策理论的开始。决策理论是在你对将要发生的事情没有把握时决定如何去做的过程。博恩斯坦恩写道："作出决定，实际上是任何尝试风险管理的第一步。"[10]

尽管帕斯卡和弗迈特对发展概率理论都作出了贡献，但另一位数学家，托马斯·贝尔（Thomas Bayes）写了一篇文章，正是这篇文章奠定了基础，使概率理论得以运用到实际中。

贝尔于 1701 年出生于英格兰，比弗迈特小整整 100 岁，比帕斯卡小 78 岁。贝尔的一生并不出名。他是皇家学会的成员，但是一生没发表过数学方面的论文。他去世后，人们找到他的一篇论文，名为《解决概率学说中一个问题的尝试》（Essays Towards Solving A Problem In The Doctrine of Chances）。当时，没有人对它有过多的评价。但是，彼德·博恩斯坦恩说，贝尔的文章是"一篇全新的文章，正是这篇文章，使贝尔在统计学家、经济学家以及其他社会科学家中名垂千古"。[11] 它为投资者利用数学概率理论提供了方法。

贝氏的分析为我们提供了一种逻辑方法去考虑一系列结果，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些结果都有可能发生，但只有一个会实际发生。在概念上，它只是一个简单的程序。我们以现有的证据为基础，为每一种结果分配概率。如果出现了新的证据，就应当修改原来的概率以反映新的信息。贝氏法则为我们提供了一套数学程序，更新我们原来的思维，从而改变我们的机遇。

这套规则是如何运作的呢？让我们想像一下，假设你和一个朋友一个下午在玩你最喜欢的掷骰子游戏，现在，游戏快结束了，你们两个天南海北地聊起天来。你朋友说的什么话分散了你的注意力，你下了一次对他有利的赌注：游戏中下一次掷出的数应当为6。掷出这个数的直接概率应当为1/6，即16%。但是，我们假设接下来，你的朋友掷了一次，他瞟了一眼，赶紧用手捂住。“我可以告诉你，”他说，“这是个偶数。”现在你得到了新的信息，你赌赢的概率一下子变到1/3，即33%。你正在考虑是否改变你的赌注时，你的朋友又戏谑地说：“这个数不是4。”现在，你又得到了一些信息，你赌赢的概率又一次变了，成了1/2，即50%的概率。

通过这个简单的例子，你已经运用了贝氏分析。每一条新的信息都影响原来的概率，这就是贝氏法则。

贝氏分析是一种尝试整合所有可得信息的过程，是对事件的基本状态进行推理或作出决定的方法。各个大学和学院都运用贝氏法则帮助学生研究决策过程。在学校中，贝氏法则更流行的叫法是决策树理论。这棵树上的每一个分枝都代表新的信息，这些信息反过来又会改变决策概率。查理·芒格解释说：“在哈佛商学院，把一年级学生联结在一起的伟大数字问题正是他们称为决策树的理论。他们需要做的全部就是把高中的几何运用到实际生活问题中去。学生们都喜欢这样。他们惊讶地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发现，高中几何在生活中确实能发挥作用。”（OID）[12]

概率的主观解释

正如查理所指出来的，基础几何在计算概率时特别有用。但是，要把概率理论运用到实际投资中来，我们就需要更深入地了解这些数字是如何进行计算的。特别是，我们需要注意一下频率概念。

人们说，抛一次硬币猜中头像一面的概率为1/2，这是什么意思呢？或者，掷一次骰子，朝上的那面为奇数的概率为1/2，这又意味着什么？如果一个盒子里装有70个红球和30个蓝球，任选一个是蓝球的概率为3/10，这又是什么意思呢？在所有这些例子中，概率都可以被称为频率解释，它是建立在平均法则的基础上的。

如果具不确定性的事件被无数次地重复，事件发生的频率就反映在事件的概率中。例如，如果我们抛硬币10万次，估计头像向上的次数就为5万次。注意，我并没有说，一定等于5万次。大数法则说，只有反复重复无数次时，相对频率和概率才一定相等。理论上说，我们都知道，在抛硬币的过程中，得到头像的概率是1/2，但是除非已经抛了无数次，我们并不能说概率一定等于1/2。

在任何不确定的问题中，很显然，我们不能作出确定性的陈述。然而，如果问题已经被限制住了，我们就可以列出所有可能的结果。如果一个不确定的问题重复得足够多，各种结果的频率就应当能反映不同结果的概率。如果我们涉及的问题是只出现一次的事件，情况就很困难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们如何估计自己通过明天的考试的概率？或者说，我们如何估计绿湾队赢得夏季保龄球赛的概率呢？我们面临的问题是，所有这些事件都是惟一的，都只发生一次。我们可以回顾绿湾队历次比赛的记录，但是我们并没有足够多的比赛是由完全相同的队员在同样的环境中与相同的对手重复进行的。我们也可以回忆以前的考试，来看看自己能考得怎么样，但是所有的考试都不会完全一样，而且我们的知识也在不断变化。

没有多次一样的考试来告诉我们频率分配，怎样才能计算出概率呢？我们无法算出。因此，我们必须依赖对概率的主观解释。我们一直都是这么做的。我们可以说，这个队赢取大奖的机会是2:1，或者说通过这次难度很大的考试的概率是1/10。这些都是概率性的陈述，这些陈述描述了我们对事件的“信任程度”。当某一确定事件不可能重复足够多的次数，以至于无法根据频率获得概率解释时，我们就只能依赖自己的良好感觉了。

你会立刻发现这两个事件中的许多主观解释都可能将你引入歧途。在主观概率中，分析你的假设前提是你的任务。停下来，好好想想它们。你假设考好这次考试的机会是1/10是因为考题比以前难了，而你还没有准备好，还是因为你过于谦虚？你一直忠于这支球队，这会不会蒙蔽了你，使你认识不到别的球队实力强劲？

根据贝氏分析的理论，如果你相信自己的前提是合理的，那么，你的主观概率等于频率概率就是“完全可接受的”。[13]你应当做的就是仔细审查，去除那些不合理的和不合逻辑的部分，保留合理的部分。把主观概率想像成频率概率方法的延伸大有助益。事实上，在许多情况下，主观概率都会增加一些价值，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为用这种方法，你会考虑一些实际操作中的问题，而不是完全依靠长期的数字规律。

不论投资者是否认识到，实际上他们作出的所有决定都是概率的实践。对他们来说，要想成功，关键是他们的概率推算中应当把历史记录和最近的资料结合起来。这就是贝氏分析在实践中的应用。

概率，巴菲特模式

“用赢利的概率乘以可能的赢利数额，再从中减去损失的概率与可能损失的数额的乘积。把可能损失数量的损失次数概率从可能赢利数量的赢利次数概率中除去。这就是我们一直想做的，”巴菲特说，“这并不是完美的，但是这就是所有的。”[14]

说明投资与概率理论之间关系的一个好例子是风险套利行为。纯粹的套利只是从两个不同的证券市场的价格中获取差额利润。例如，世界上有几个不同的商品和货币市场。如果两个市场对同种商品的报价不同，你就可以在一个市场上买进，在另一个市场上卖出，赚取差价。

风险套利，在今天是更加常用的一种形式，经常应用在已经公布的公司兼并和收购中。（有些投机者在尚未公布的公司事件中进行风险套利，但是这是巴菲特不想涉足的领域，所以我们也应当避免这一领域。）在对斯坦福的学生讲演的时候，巴菲特讲述了他对于风险套利的观点。“我的工作，”他说，“是评估事件（已宣布的兼并）实际发生的概率，并测算赢利或损失比率。”（OID）[15]

我们再看看巴菲特在同样情况下对学生们讲的其他的话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设奥博特公司（Abbott Company）的股票在某一个交易日的开盘价格是每股18美元。到这天中午的时候，有消息说，今年，也许在6个月后，奥博特公司将被以每股30美元的价格出售给考斯泰勒公司（Costello Company）。立刻，奥博特的股票价格就直追27美元，并停在这点上，被不断地买进卖出。

巴菲特注意已经公布的兼并，并一定会作出某种决定。首先，他会尽量估计兼并发生的确定程度。某些公司交易会中途流产。董事会有可能意外地否决这项兼并，或者，联邦贸易委员会也可能会声明反对。没有人确切地知道风险套利的交易会不会终止，这正是其风险所在。

巴菲特的决策过程就是实践主观概率的过程。他解释说："如果我认为某个事件有90%的可能发生，上端有3个点；事件不会发生的可能性为10%，下端有9个点。这样，就从2.7美元中减去0.9美元，得到1.8美元的数学期望值。"（OID）[16]

接着，巴菲特说，你必须计算出事件的时间跨度，并把这项投资的收益与你能进行的其他投资的收益相比。如果你以每股27美元的价格购买奥博特公司的股票，那么，根据巴菲特的数学计算，这项投资的潜在回报是6.6%（1.8美元/27美元）。如果这笔交易在6个月后完成，那么这笔投资的年回报率为13.2%。接着，巴菲特要比较这笔风险套利的收益与其他收益。

巴菲特坦然承认，风险套利有一定的潜在风险。"对一笔交易，我们完全不介意损失金钱，"他说，"套利就是一个例子，但是有些交易我们不愿意涉足。在这种交易中，我们认为，相似的许多独立事件的概率有可能不准确。我们希望，"他又说，"我们涉足的交易，是那些我们计算出来的概率有效的交易。"（OID）[17]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们能很清晰地看出，巴菲特的风险套利估算是主观概率。在风险套利中没有频率分配。每一笔交易都是不同的。每一种环境下都需要不同的估算。即便这样，对风险套利交易进行某些合理的数学计算也是有价值的。

当你投资普通股票的时候，这个过程并没有不同。为了说明这点，我们来看看伯克夏·哈撒韦著名的普通股收购——威尔斯·法戈公司。

投资威尔斯·法戈公司

1990 年 10 月，伯克夏·哈撒韦购买了 500 万股威尔斯·法戈公司的股票，以每股 57.88 美元的平均价格，投入了 2.89 亿美元。[18]这笔交易完成后，伯克夏持有威尔斯·法戈公司 10% 的优质股票，成为这家银行最大的股东。

这是一项有争议的交易。那一年的早些时候，股票的交易价格还是 86 美元，随后，当投资者纷纷放弃加州银行时，股价突然大幅下跌。当时，西海岸陷入严重衰退的阵痛中，一些观察家预测，各家银行，由于其贷款业务主要是商业和住房抵押贷款，也将陷入困境。威尔斯·法戈是加州所有银行中持有商业不动产最多的银行，因此被认为情况特别糟糕。

巴菲特完全了解传言，但是他对威尔斯·法戈却得出不同的结论。难道他知道什么别的投资专家不知道的事吗？当然不是。他只是对情况的分析和别人不同罢了。我们跟随巴菲特的思考过程看一看，这样，我们就可以了解到巴菲特是如何运用概率的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当用同一种标准衡量，收益的概率大大超过损失的概率时，风险投资就不是那么危险了。

“拥有一家银行绝不会没有风险，”巴菲特说[19]。但是，“如果你相信，你的收益用概率来衡量的话，大大超出你的损失，你也许会有意识地买入风险投资。”[20]在分析威尔斯·法戈的情况时，巴菲特想到了多种可能，并分配了不同的概率。在他看来，买入威尔斯·法戈的风险围绕着三种可能性：

“首先是加州银行面临发生大地震的风险，因为大地震可能会给借款人造成巨大破坏，这些借款人反过来会给贷款给他们的银行带来灾难；第二个风险是系统风险：对商业紧缩或金融恐慌的担心非常严重，它威胁到每一家高融资的机构，不论这些机构的经营有多好。当时市场主要担心的是，西海岸不动产的价值会因为过度建设，以及把巨额损失转嫁给提供融资支持扩建的银行而缩水。”[21]

巴菲特说，现在，这几种情况都不能排除。但是，他根据有利的证据得出结论说，发生地震或严重金融恐慌的概率很低。（巴菲特没有给出具体数字，他说概率“很低”大概是指低于10%。）

接着他把注意力转向第三种情况。首先，巴菲特推断说，不动产价值的合理下降不会对一家像威尔斯·法戈那样的管理有方的银行造成严重问题。“考虑一下一些数字，”巴菲特在年报中对伯克夏·哈撒韦的股东们说，“威尔斯·法戈现在的年税前赢利大大超过10亿美元，这还是在它支付了3亿多美元的贷款损失之后。如果这家银行所有贷款，即480亿美元——不仅仅是不动产贷款的10%，都因为1991年的问题而损失了，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样带来的损失平均等于本金的 30%（包括放弃利息）。这样的话，公司刚刚能保持不盈不亏。”现在再考虑一下，银行总贷款的 10% 都损失了，那一定属于严重的商业紧缩，而巴菲特已经说过，这种情况发生的概率很“低”。但是，即使情况真的发生了，银行还能保持不盈不亏。巴菲特继续分析：“这样的一年——我们认为发生的概率非常低，而不是有可能发生——是不会给我们造成困扰的。”[22]

在巴菲特有意列出的各种情形中，任何给威尔斯·法戈带来长期严重损害的情况发生的概率都很低。但是，威尔斯·法戈股票的市价却降低了 50%。在巴菲特看来，买进威尔斯·法戈的股票，以2:1的比例赚取利润的机会就是现在，而不需要等待其他相关的无用概率的上升。

凯利最优化模型

每次进赌场的时候，你能胜出的概率都非常低。你不应当感到吃惊。毕竟，我们都知道，东道主的运气总是最好的。但是，如果你能正确地玩，有一项游戏也会给你提供合理的机会打败东道主，那就是 21 点。在一本名为《战胜庄家：21 点的制胜策略》的世界最畅销书中，爱德华·O·托普（Edward O. Thorp），一位数学家，列出了如何在赌场制胜的步骤。[23]

托普的策略是建立在一个简单的概念基础上的。当牌桌上有很多 10、花牌（指 J、Q、K 等——译者注）和 A 的时候，玩家——我们就称之为你——在统计上就比庄家占优势。如果你对每一张大牌都记 -1，对每一张小牌都记 +1，那就很容易追踪发出去的牌，只要你在脑子里不断记下数目，对每一张显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

示的牌都加 1 或减 1。当数变成正数的时候，你就会知道，剩下的牌中一多半是大牌。聪明的玩家会等到数达到一个相当大的数时，才投下他们最大的赌注。

托普的书里隐含的是凯利赌博模型的符号。[24]凯利，反过来，又是从克劳德·杉农（Claude Shannon）——信息理论的发明者那里获得的灵感。

杉农在 20 世纪 40 年代曾是贝尔实验室的一位数学家，他曾花费了他职业生涯的很大一部分，去努力寻找最优化的方式，既能通过铜线传输信息，同时又保证信息不被随意的杂音混淆。1948 年，在名为《通讯的数学理论》的文章中，他描述了自己的发现。[25]在这篇文章中，杉农考虑了成功的概率，列出了使能通过铜线的信息数量达到最优化的数学公式。

几年后，J· L·凯利读到了杉农的文章，他意识到，杉农的公式也可以运用到赌博上。赌博是人类的另一项努力，如果知道了成功的概率就会加速这一进程。1956 年，在一篇名为《信息率新解》的文章中，凯利指出，杉农的各种传输率和偶然事件的可能结果在本质上都是同样的东西——概率——而且同样的公式可以使两者都达到最优化。[26]

凯利最优化模型经常被称为最优化增长策略，它是建立在这样一个概念基础上的，即如果你了解成功的概率，你就以你的资金打赌，你的资金会使增长率达到最大化。用公式表述就是：

$$2p-1=x$$

公式中，2 乘以获胜的概率（p），再减去 1，就等于应当下注的资金比例（x）。例如，如果赌赢的概率是 55%，你就应当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拿出资金的10%下注，以使自己的赢利获得最大化增长。如果概率为70%，就下注40%。如果你知道赌赢的机会是100%，根据这个模型得出的结论是：把全部资金都拿来下注。

当然，股市比21点游戏复杂多了。在游戏中，纸牌的数量是确定的，因此，可能的结果也是有限的。而市场上有成千上万只普通股票和数以百万计的投资者，因此，市场的变化几乎有无数种可能的结果。用凯利的方法，在整个投资过程中，需要不断反复计算和调整。然而基本概念——概率程度与投资大小之间存在数学联系——起着重要的作用。

我相信，凯利模型对集中投资者来说，是一个很有吸引力的工具。但是，这种模型只会让那些负责任的使用者受益。用凯利的方法是有风险的，投资者应当了解这种方法的三个限制：

1. 任何想要投资的人，不论是否采用凯利模型，都应当选择长期投资。即使一位21点的玩家了解击败庄家的正确模型，那也并非意味着，在前几次交手中，他总能获胜。投资也是如此。有多少次，投资者们都看见，投资者选择了正确的公司，但是市场在短期内并没有给这种选择以回报。
2. 慎用借款。本杰明·格雷厄姆和沃伦·巴菲特都曾大声疾呼借钱投资于股市（使用保证金账户）的危险。你在股市中最倒霉的时候，就可能接到意料之外的关于资金的电话。如果你在保证金账户中采用凯利模型，股市的下挫会逼得你不得不撤出高概率的赌注。
3. 玩这种高概率的游戏的最大危险在于过多下注带来的风险。如果你判断某个事件成功的概率是70%，而事实上只有55%，你就有“赌博破产”的风险。把这种风险减

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至最小的方法是，采用一种被称为半凯利或部分凯利的模型，以低标准下注。例如，如果根据凯利模型你应当投入资金的10%下注，你可以选择只投入5%（半凯利模型）。部分凯利模型在投资组合管理中提供了一种安全边际，这种安全边际与我们选择个股时的安全边际综合起来，提供了双层保护。

由于过多下注的风险远远高于低标准下注带来的损失，我相信所有投资者，特别是那些刚开始使用集中投资战略的投资者，应当采用部分凯利模型下注。很不幸，减少你的赌注的同时会减少你的潜在利润。但是，由于凯利模型中的关系并非1:1的关系，低标准下注所带来的损失不会很严重。用半凯利模型，你减少50%的下注资金，而只会减少25%的潜在增长率。

依靠凯利模型获得成功

1. 学会用概率思考。
2. 在股市中的时间要足够长，以获得回报。
3. 避免使用借款，因为这会带来不幸的后果。
4. 对你投下的每一注，都要保证有安全边际。

关于机会

1994年，查理·芒格接受了吉尔福德·拜考克博士（Dr. Guilford Babcock）的邀请，给南加州大学商学院的学生上一堂投资研讨课。查理那天的话成为投资者的经典，整篇文章都非常值得仔细研究。《杰出投资者文摘》杂志重新刊登了查

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理的讲演。那天，查理涉及了许多话题，他也尽自己所能解释了他对概率和最优化的理解。

“我喜欢的模型——某种简化市场上买卖普通股票的概念——是赛马赌博中的分彩体系，”他说，“如果你停下来想一想，分彩体系就是一个市场。每个人来到那儿，下注，获胜机会根据投下的赌注不断变化。股市中所发生的一切也是如此。”

“即便是蠢材都可以看出来，负重轻、获胜记录多、占据良好位置的马，比起另外一匹记录糟糕、负重大的马，更有可能赢得比赛。但是如果你看看下注的情况，赌糟糕的马获胜的比例是100:1，而好马获胜的比例为3:2。那么，哪种情况在数据上是最好的赌注呢？这点很难说。价格以这种方式变化时很难和系统相对抗。”（OID）[27]

查理的赌马比喻非常适用于投资者。投资者们经常被某个成功希望不大的冒险尝试所吸引，一旦成功，回报是令人难以置信的。但是总是存在着无数的原因，其中任何一个，都可能会使比赛无法完成。或者，有时，投资者们会选中一个确定的结果下注，却忘了考虑回报会非常低。在我看来，这些情况表明，最明智的赌马方法，或者在股市投资的方法，是等到好马已到起点，而且赌赢的机会又非常诱人时再下注。

安德鲁·贝尔（Andrew Beyer），《华盛顿邮报》的专栏作家，也是几本关于纯种赛马的书的作家，花费了多年时间观察赛马场的常客们下注，见过太多人因为冲动而损失金钱。在赛马场上和在其他地方一样，赌场心理——对投入行动的渴望：投钱、掷骰子、推动控制杆，总之要做些什么——迫使人们愚蠢地下注，而没有花费时间去好好考虑一下他们在做的事情。

贝尔理解人们这种渴望有所行动的心理，他建议玩家把战

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

略分成行动赌注和主要赌注两个部分，以适应这种心理。主要赌注是为严肃的玩家准备的，在两个条件都满足时用：（1）非常相信这匹马能够获胜，而且（2）赢利的机会比正常情况下高。主要赌注要求认真地投下钱。行动赌注，正如这个名称所暗示的一样，是为成功希望不大的冒险和直觉准备的，用来满足人们那种加入游戏的心理需要。这些赌注应当小一些，而且只占玩家下注资金的一小部分。

当一位赌马的人开始混淆主要赌注和行动赌注的区别时，贝尔说，这个人就"不可避免地向着没有正确平衡强弱选择的糟糕下注这种结局迈进了一步"。[28]

概率理论与市场

现在，让我们离开赛马场，把所有这些理论都放到股市中。思考的链条仍然是一样的：

1. **计算概率**。你所关心的概率是：我考虑的那只股票在一段时间之后，能获得比市场更高的经济回报的机会有多大？

   如果可行的话，就用频率；如果不行，就用主观解释。总之，作出你自己最好的估计。尽你所能，搜集和分析公司的各种信息，并把你的分析结果转化成一个百分比。这个数据代表着，在你看来，公司在多大程度上是赢家。

2. **根据新的信息作出调整**。要知道，你必须一直等待，直到机会变得对你有利，同时，要审慎地关注公司所做的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一切。管理层的行动是否开始不负责任？公司的财务决策是否开始有所变化？公司所在行业的竞争环境是否因为什么事而有所改变？如果有这些情况，那么概率很可能会改变。

3. **决定投资多少**。对你所有准备投资于股市的资金来说，你打算在某笔交易上投入多大比例？先用凯利公式计算，然后向下调整，可以调整一半。
4. **等待最好的机会**。当你获得边际安全时，成功的机会就会倾向于你这边。情况越不确定，你就需要越多的边际安全。在股市中，安全边际是由折扣价格保证的。你喜欢的公司以低于其内在价值的价格出售，就是你行动的信号。

对于你来说，考虑概率也许还是个新鲜事，但是它并非不可能。如果你能够学会用这种方式考虑股票，你就已经能够从自己的经验教训中获益了。像20世纪80年代的可口可乐公司（一家市价大大低于其内在价值的杰出公司）那样的好运气并不是经常有的。但是，如果真的发生了，那些理解概率的人会意识到，并且知道该怎么做。正如查理·芒格所说："当他们遇到这种机会的时候，聪明的（投资者）会投下大额赌注。当他们有这种机会时，他们会大大赌上一把。在别的时间，他们就不会这样。就是这么简单。"（OID）[29]

现代投资组合理论

沃伦·巴菲特相信集中投资的基本思想，这使得他和许多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融泰斗意见不和，也和许多我们认为是现代投资组合理论的概念相冲突。随着你继续了解投资，你就会多次听到现代投资组合理论，所以我相信，对现代投资组合理论中最重要的因素加以说明十分重要。在我们进行说明的时候，也就给了巴菲特一个逐个衡量这些因素的机会。

利用多样化进行投资组合管理

1952 年 3 月，沃伦·巴菲特刚刚大学毕业进入他父亲的经纪公司不久，《金融杂志》刊登了一篇名为《投资组合选择》(Portfolio Selection) 的文章，这是一位芝加哥大学的毕业生写的，他的名字叫海瑞·马克韦茨 (Harry Markowitz)。这篇文章不长，只有 14 页，而且，用学术的标准来看，也不显眼：只有 4 页是正文（其他页上都是图表和数学方程式），而且只有 3 处引用。然而，就是这篇短小精悍的文章，被认为建立了现代金融。[30]

在马克韦茨看来，并不需要花费大量篇幅去解释他认为相当简单的概念：收益与风险的必然联系。作为一名经济学家，他相信，要证明两者的关系是可能的，因此，决定各种水平的收益所要求的风险程度也是可能的。在文章中，他列出了计算以支持结论：投资者如果不甘冒超出一般水平的风险，就无法获得超出一般水平的收益。

“我相信这种观点，即你应当像对收益一样对风险产生兴趣。”马克韦茨后来说。[31]今天，根据我们所了解的投资，这些话都成了不证自明的了，但是在 20 世纪 50 年代，这还是一个革新的观念。那时，投资者很少考虑管理投资组合，也几乎没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有风险的概念。投资组合是随意建立起来的。如果一个经理认为某只股票价格将会上涨，他就会简单地把它加入投资组合中，而不再考虑其他。

这样的做法使马克韦茨很迷惑。他推断说，显然，相信你不必冒什么风险就可以获得高收益的想法很愚蠢。为了证明他的想法，马克韦茨发明了他称之为有效边界的概念。

他解释说："作为一个经济学家，我画了一个平衡表，这个表以预期收益为一个轴，以风险为另一个轴。"[32]有效边界只是一条从左下角到右上角的线。这条线上的每一点都是潜在收益和相应的风险水平的交点。最有效的投资组合就是在某一特定风险水平上的最高收益点。无效的投资组合是，投资者面临一定风险却没有相应水平的收益。马克韦茨说，投资经理的目标就是，把投资组合限制在投资者所能承受的风险范围之内，同时限制或避免无效的投资组合。

1959年，马克韦茨在他的博士论文的基础上，出版了他的第一部书——《投资组合选择：投资的有效分散化》（*Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*）。在这部书中，他对自己关于风险的看法作了更为彻底的描述。马克韦茨解释说："我运用标准方差作为风险工具。"离散（方差）被认为是距离平均值的距离。根据马克韦茨的观点，距离平均值的距离越大，风险就越大。

根据马克韦茨所说，我们也许会认为，投资组合的风险，仅仅是看看组合中所有个股的平均离散度。但是，这种方法漏了一个关键点。尽管离散度是衡量个股风险的标准，但是两个离散度的平均值（或者100个离散度的平均值）对于你衡量两只股票的投资组合（或者100只股票的投资组合）的风险却没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有什么意义。马克韦茨为此所做的，是寻找一种方法来决定整个投资组合的风险。许多人认为这一点是他的最大成就。

马克韦茨称这种方法为共变，它的基础是根据公式计算出的已经分配了权重的股票总和的离散度。共变可以衡量整个投资组合的变化方向。不论出于什么原因，当两只股票同向变化时，我们可以说，这两只股票的共变性高；反之，两只股票反向变化时，这两只股票的共变性低。在马克韦茨看来，投资组合的风险不是全部个股的离散度，而是所有股票的共变性。这些股票越是朝一个方向变动，经济变化同时推动它们价格变化的可能性就越大。用这样的特征来衡量，一个由高风险股票组成的投资组合实际上很可能是保守的选择，如果组合中个股的价格朝相反的方向变化。马克韦茨说，不论变化方向如何，关键是多样化。

根据马克韦茨所说，一个投资者要想正确地行动，首先要确定自己能控制的风险范围，然后，选择由共变性低的股票组成的具有有效分散化的投资组合。

马克韦茨的书与他 7 年前的文章一样，由于实际的原因，完全没有被投资专业人士们采纳。

风险的数学定义

接下来，在马克韦茨打破传统的第一篇文章发表 10 年后，一位名叫比尔·夏皮（Bill Sharpe）的年轻博士生接近了马克韦茨的思想。当时，夏皮在 RAND 机构（RAND Institute）从事线性设计工作。夏皮想找一个博士论文题目，加州大学洛杉矶分校（UCLA）的一位教授建议他找一下马克韦茨。马克韦茨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

帮助了年轻的夏皮，他告诉夏皮自己关于投资组合理论的工作以及他需要估计无数共变性。夏皮认真地听了，然后回到了UCLA。

第二年，也就是1963年，夏皮的学位论文发表了，论文题为《投资组合分析的简化模型》（Asimplified Model of Portfolio Analysis）。在这篇文章中，夏皮完全承认他对马克韦茨的想法的依赖，同时他提出了一个更简单的方法，这种方法可以不用计算马克韦茨的方法所需要的无穷无尽的共变性。

夏皮提出的论点是，所有证券与某个基础因素有着共同的关系。这个因素可能是股市指数，可能是国民总产值（GNP），也可能是其他某个价格指数，只要它是影响证券变化的最重要的一个因素。根据夏皮的理论，分析家只需要考察证券与这个最重要的基础因素的关系就行了。它大大简化了马克韦茨的方法。

我们来看看普通股票。根据夏皮的理论，股价的基础因素，对股价变化影响最大的正是股市本身。（其他的也非常重要，影响小的还有行业组织和股票本身的独有特点。）如果某只股票的价格变化比整个股市的变化幅度大，那么加入这只股票会使投资组合的变化性更大，风险因此也更大；反之，如果股价的变动不及市场剧烈，那么在投资组合中加入这只股票，将会减少投资组合的变化性，降低变量。现在，只要测量一下单个证券的平均变动性，就可以很容易地决定整个投资组合的变动性。

夏皮的变动性方法被命名为：贝它（β）因素。贝它随两种独立的价格运动的相关性程度而变化，这两种独立的价格运动一种是股市整体，另一种是个股。那些价值变化与股市变动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完全一致的股票的贝它数为1.0。如果某只股票的变动是市场的两倍，它的贝它数就是2.0；如果股票的变动仅仅为市场变动的80%，那么贝它数为0.8。用这个数据，我们可以算出投资组合的平均贝它值。结论是，任何贝它值大于1.0的投资组合都比市场的风险大，贝它值小于1.0的风险也较小。

在夏皮发表他的关于投资组合理论的学位论文一年后，他又介绍了一种更为深远的概念——资金评价模型（CAPM）。这是他的单因素模型的直接延伸，组成了有效的投资组合。根据这个模型，股票有两种不同的风险。一种是因为身处股市而产生的风险，夏皮称之为“系统风险”，系统风险是“贝它”，它无法被分散化；另一种被称为“非系统化风险”，是与公司的经济状况相关的风险。与系统风险不同，非系统风险可以通过在投资组合中增加不同股票这种简单方法，加以分散化。

彼德·博恩斯坦恩，著名的作家和研究人士，《投资组合管理杂志》的创刊编辑，在夏皮身上花了相当多的时间，并深入地研究了他的成果。博恩斯坦恩相信，夏皮的研究指出了一个“必然的结论”，那就是：“有效的投资组合就是股市本身。没有任何具有相同风险的其他投资组合能产生更高的预期收益，也没有任何预期收益相同的投资组合的风险会比股市更低。”[33]换言之，资金评价模型表明，市场组合在马克韦茨的有效边界上是完美的。

在10年的时间里，有两位学者定义了我们后来称为现代投资组合理论的两个重要因素：马克韦茨，他提出适当地平衡收益和风险依靠投资的分散化；另一位是夏皮，他作出了关于风险的定义。另一个因素——有效市场理论，是由芝加哥大学一位年轻的金融助教，爱吉纳·法默（Eugene Fama）提出来的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有效市场理论

尽管其他极为著名的研究人士，包括麻省理工学院（MIT）的经济学家保罗·萨缪尔森（Paul Samuelson），已经做过关于有效市场的论文，人们还是认为爱吉纳·法默是股市行为综合理论的集大成者。

法默于20世纪60年代早期开始研究股价的变化。他是一个热情的读者，读了所有能找到的关于股市行为的文章，但是，他似乎特别受法国数学家比诺特·曼泰饶特（Benoit Mandelbrot）的影响。曼泰饶特发展了不规则碎片几何，他辩论说，由于股价的变动非常不规律，因此不会推动任何基础或数据方面的研究，而且，不规则价格的变化方式一定会不断加强，突然引起大而强的价格波动。

法默的博士论文《股价行为》(The Behavior of Stock Prices)，于1963年发表在《商业杂志》上，后来被《金融分析家杂志》和《机构投资者》摘录。法默，这个相对年轻的新人，已经引起了金融界的注意。

法默的观点十分明了：股价是无法预测的，因为市场过于有效。在一个有效的市场，一旦某个信息被公众获得，一大群聪明的人（法默称之为“理性利润最大化的人”）就会掠夺性地利用这条信息，以至于在任何人获取利润之前，就已经引起价格的瞬间调整。因此，在有效的市场中无法预测未来，因为股价变化得太快了。

法默承认，不可能凭经验来检测有效市场的观念。他指出，另一方面，确认交易体系和那些胜过股市的交易者倒是可以的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果这样的群体确实存在，那么显然市场就不是有效的。但是，如果没有人表现出胜过市场的能力，那么，我们就能假定，价格反映了所有的信息，因此，市场是有效的。

现代投资组合理论各种观点的纠缠引起了人们对那些发展了这些观点的理论家和研究人员的兴趣，但是整个 50 和 60 年代，华尔街对此并未加以注意。彼德·博恩斯坦恩指出了一个原因：在这段时期，投资组合管理还是一个“未知的领域”。然而，到 1974 年，一切都变了。

在大多数分析人士看来，1973～1974 年的熊市，是历史上第二大金融灾难。在对整个国家带来的灾难性冲击方面，只有 1929 年的金融崩溃超过了它。它并不是戏剧化和可怕的一天，而是由连续两年的残酷损失组成的一个缓慢而曲折的过程。股市大盘下挫了 60%；持有低额息券债券的固定收入者眼睁睁地看着自己的投资缩水；石油和汽油价格飙升；抵押贷款利率非常高，几乎没有人能买新房子。那是一个黑暗而残忍的时期。

金融损失非常惨重，投资经理们不禁对自己所使用的方法产生了怀疑。几十年大肆投机所造成的金融后果过于深远。为了寻找答案，大多数投资专业人士逐渐转向——其中一些非常勉强——学术研究群体，而这些已经被他们忽略了 20 年了。

博恩斯坦恩说：“1974 年的股市灾难使我相信，一定有某种更好的方法管理投资组合。”[34]

这样，历史上第一次，金融的命运不是由华尔街或华盛顿特区所掌握，甚至不是由公司的所有人来掌握。金融前景由一群大学教授来规划，金融专业人士最终还是来敲响了他们的门。他们来自象牙塔，现在他们成为了现代金融的新教父。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特与现代投资组合理论

沃伦·巴菲特在集中精力管理伯克夏·哈撒韦的业务的同时，总是热切地关注着股市。尽管大多数投资专业人士认为1973～1974年是一个令人遭受损失的时期，但巴菲特，格雷厄姆的弟子，看到的只有机会，而且他知道何时应当行动。

例如，我们来看一下《华盛顿邮报》事件。

“我们在1974年，出资8000万美元购买了华盛顿邮报公司。”巴菲特后来在斯坦福法学院的一次演讲中回忆说：“如果你问100个分析人士我们购买它时公司值多少，每个人都会说值4000万美元。现在，根据贝它理论和现代投资组合理论，我们花4000万美元购买某只股票，比我们花8000万美元购买华盛顿邮报公司的风险还大，即使这只股票值4000万美元——因为这只股票的变动性可能更大。这样，我被搞糊涂了。”(OID)[35]

购买华盛顿邮报公司是一个明确的信号，表明巴菲特开始了一个过程，这个过程使他与其他大多数投资专业人士意见不一。他也很清楚地表明了现代投资组合理论的三个主要因素：风险、分散化和有效市场的观点。

巴菲特的风险观点

在现代投资组合理论中，风险是根据股价的变动而决定的。但是，巴菲特在其一生中，一直把股价的下跌看作是赚取额外之财的好机会。也就是说，在他看来，股价的下跌实际上降低了风险。他指出，“对公司的所有人来说——我们认为股东就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是公司的所有人——学术上关于风险的定义距实际太远，因此它会导致荒谬的结果。”[36]

巴菲特对风险有着不同的定义，他认为风险是遭受损失或创伤的可能性。它是公司“内在价值风险”的一个因素，而不是股票的价格行为。[37]巴菲特说，真正的风险在于投资者投资的税后收益是否“能给他（投资者）带来至少和他投资前一样的购买力，再加上初始资金的适度利息。”[38]在巴菲特的观点里，损失或创伤来自对公司未来收益的错误判断，以及税收和通胀的不可控制和无法预测的后果。

关于风险

风险不在于价格变化，而在于对内在价值的错误计算。

而且，巴菲特认为，风险必然和投资者的投资时间有关系。他解释说，如果你今天买下一只股票，希望明天把它卖出去，那么你就步入了风险交易。预测股价在短期内攀升或下跌的概率就如同预测抛出的硬币的正反面的概率一样，你将会损失一半的机会。然而，巴菲特说，如果你把自己的投资时间延长到几年，你的交易转变成风险交易的可能性就会大大下降——当然，前提是你进行的是理性购买。“如果你让我评估一下，今天早上购买可口可乐，明天早上把它卖出去的风险有多大，”巴菲特说，“我会说，这是一笔风险非常大的交易。”（OID）[39]但是，根据巴菲特的思考方式，今天早上购买可口可乐的股票，然后持有10年，这样，就把风险降到了零。

巴菲特关于分散化的观点

巴菲特关于风险的观点决定了他的分散化战略。在这儿也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一样，他的想法和现代投资组合理论正相反。记住，根据理论，分散化大的投资组合的好处在于降低个股的价格变动性。但是，如果你像巴菲特那样，根本不在乎价格的变动，你就会从另外的方面看待投资组合分散化。

“我们采用的战略排除了紧随的分散化教条，”巴菲特说，“许多学问高深的人因此说，我们的战略比更传统的投资者采用的战略风险更大。我们相信，投资组合集中化的措施能有效地降低风险，如果这种措施既提高了——像它应当做到的那样——投资者考虑公司的强度，也提高了投资者在购买公司股票前对公司经济特点的满意度。”[40]换句话说，通过有意识地集中在少数几家公司的股票上，你就能更好地研究它们，并且更能理解它们的内在价值。你对你投资的公司了解得越多，你可能承担的风险就越小。

巴菲特解释说：“分散化是保护无知的挡箭牌。如果你想要确定，相对于市场，不会有任何不利的事情发生在你身上，你就应该拥有市场上所有的股票。这并没有错。对那些不知道如何分析公司的人来说，这种方法完全正确。”（OID）[41]

巴菲特关于有效市场理论的观点

如果有效市场理论是正确的，那么除了偶然的运气外任何个人和群体都不可能胜过市场，当然，个人和群体也不可能一直胜过市场。但是巴菲特在过去30年的表现记录初步证明了，这种情况确实有可能发生。这对有效市场理论来说意味着什么呢？

巴菲特关于有效市场理论的问题在于一个中心点：这个理论没有包括那些分析了所有可得到的信息并从中受益，形成有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利的竞争地位的投资者。“观察到市场经常是有效的，这是正确的，但是，因此就推论说市场一直是有效的，却是错误的。这两种陈述之间的差异就如同夜与昼。”[42]

然而，有效市场理论（EMT）仍然在商学院里被虔诚地传授给学生，这令沃伦·巴菲特非常不满意。巴菲特挖苦说：“自然，这种理论对那些接受了 EMT 的学生和容易受骗的投资专业人士的伤害，就等于是给我和其他格雷厄姆的追随者的额外服务。在任何一种竞赛中，无论是金融、精神或者是身体上的，有一些接受了无用的教育的对手们总是非常有利的。从自私的观点出发，我们也许应该赠送几把椅子，以确保 EMT 能够永远传授下去。”[43]

在许多方面，现代投资组合理论都保护了那些知识有限和不知道如何评价公司的投资者。但是这种保护是有代价的。按照巴菲特所说：“现代投资组合理论告诉你如何成为普通的投资者。但是我想，几乎每个人都能指出如何从最差的第五级做到普通级。”（OID）[44]

任何选择了巴菲特所运用的集中投资哲学并获得巨大成功的人，都必须先脱离现代投资理论的框架。一般来说，推翻一个被公认为无效的模型很容易。毕竟，做到普通没有什么值得骄傲或奖励的。但是，现代投资组合理论有很长的发展史和比较深的文化背景，这个领域中有许多公式和诺贝尔奖获得者。我们不能指望这些现代投资组合理论的捍卫者会乖乖地离开这个领域。

幸运的是，我们不必承担推翻这个理论的任务。只要把事实展开放在公众面前，自然就可以达到这个效果。如果我们听

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从巴菲特的建议，我们所获得的成功最终将成功地推翻这个不太有效的模型。

尽管现代投资组合理论在一些非常智慧的人物的头脑中仍占有一席之地，但是，不要看不到这个事实：集中投资理论领域有一些有史以来最伟大的投资家，包括约翰·梅内德·凯恩斯、菲利普·费舍、沃伦·巴菲特、查理·芒格、娄·辛普森和比尔·瑞尼。

当然，你可能已经了解了他们中的几个。我们将在下一章中讲述其他人的故事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章
管理你的投资组合：集中投资的挑战

Managing Your Portfolio: The Challenge Of Focus Investing

在上一章中，我的目的是列出围绕着是否采用集中投资方法所进行的争论，沃伦·巴菲特就是运用这种方法获得巨大的成功的。如果我没有说清这种方法的必然结果之一是变动性提高了，那么我就没有提供完全的服务。当你的投资组合只集中在几家公司时，任何一家的价格变动都更加明显，也都有更大的全面影响。

具备忍受这种变动而不做事后猜测的能力是保持你心态平和的关键，而且，最终是保证你的金融成功的关键。这种能力也是理解投资在情绪上产生的副作用的一种方式，投资在情绪上产生的副作用是我们在下一章将要谈论的话题。我相信，从遵循这条道路并取得了良好结果的其他人的经历中，你也可以找到某种安慰。而这就是这一章的主题。

1934 年，在大萧条最严重的时期，一本引人注目的书出版了，书名十分寻常：《证券分析》。本书的两位合著者——本杰明·格雷厄姆和戴维·多德为出版此书花费了 5 年时间。他们的写作经常被到哥伦比亚上课和帮助客户处理 1929 年股市崩溃的后果这些事所打断和推迟。格雷厄姆后来说，有这种延迟是幸运的，因为这使他能加入“经历相当的痛苦后获得智慧”的内容。[1]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《证券分析》被广泛认为是一本经典之作，在重印了5版，距离第一次出版已经67年之后，仍在继续印刷。对这本书给现代投资带来的影响和本杰明·格雷厄姆对这个职业所作出的巨大贡献，多高的评价都不过分。

在这本书第一次出版50年后，哥伦比亚大学商学院主办了一次研讨班，对本校两位杰出的教职工所完成的这部奠基之作进行周年纪念。沃伦·巴菲特，是学校最著名的毕业生之一，也是格雷厄姆价值方法最著名的当代支持者之一，应邀在集会上演讲。他的演讲名为《格雷厄姆－多德村的超级投资者》，这个演讲已经和它所推崇的书一样，成为经典。[2]

1984年的那天，观众席上的大部分人——大学教授、研究人员和其他学术人士，以及许多投资专业人士——仍然坚信现代投资组合理论和有效市场还在起作用。巴菲特，正如我们知道的那样，对这些理论的反对也非常坚定。在他的演讲中，他不动声色地推翻了有效市场理论所赖以建立的基础。

巴菲特的演讲以扼要重述现代投资组合理论的中心论点为开端——股市是有效的，所有的股价都被正确地定价，因此任何能一再胜过市场的人凭的都只是运气。他说，也许是这样，但是，我认识许多家伙，他们一直都能做到胜过股市，而且他们的成功不能简单地归功于好运。

接着，他列出了证据。那天，他所举出的例子都是长期胜过股市的人，而且这些人能做到这一步不是因为好运，而是因为他们都遵循了同样的规则。这些规则的来源相同，都来自本杰明·格雷厄姆。他说，他们都住在格雷厄姆－多德村的“智慧村庄”里。

尽管这些人作出的具体决定不尽相同，巴菲特解释说，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们由共同的方法联系起来，这种方法尽量充分利用市价和内在价值的差额。“不用说，我们的格雷厄姆－多德式投资者不讨论贝它、资金评价模型或收益的共变性，”巴菲特说，“这些引不起他们的兴趣。事实上，他们中的大多数对如何定义那些术语还不知道呢。”

在一篇以他 1984 年的演讲为基础的文章中，巴菲特列了一张表格，表格中列出了格雷厄姆－多德村的居民们的杰出表现，这些都给人留下了深刻的印象。[3] 大约 20 年以后，我突发奇想，如果现在看看那些运用格雷厄姆定义的方法，同时，又赞同巴菲特关于集中投资的方法，只投资于较少几只股票的人，大概会很有意思。我把这些人看作是巴菲特村的超级投资者：查理·芒格、比尔·瑞尼、娄·辛普森，当然还有巴菲特本人。从他们的表现记录中，我们可以学到很多东西。但是，在我们开始调查研究之前，我们先看看这几个一流的集中投资者。

约翰·梅内德·凯恩斯

大多数人了解约翰·梅内德·凯恩斯是由于他对经济理论的贡献。除了是一位伟大的宏观经济思想家之外，凯恩斯还是一位著名的投资家。他在投资方面的杰出表现可以在英国剑桥大学国王学院切斯特基金（Chest Fund）的表现记录中一见端倪。

在 1920 年之前，国王学院的投资都局限于固定收入的证券。然而，在 1919 年下半年，凯恩斯被任命为第二会计师（Second Bursar）之后，他说服托管人设立了一项独立基金，专门向普通股票、货币和商品期货投资。这个独立的账户就成了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

切斯特基金。从 1927 年他被任命为第一会计师（First Bursar）开始，到 1945 年他去世时止，凯恩斯对账户的资金负有独立的完全责任。在这段时期内，他把资金只集中在几家公司身上。1934 年，《证券分析》一书出版的那年，凯恩斯给他的一位同事去信，解释了他这样做的理由。

"认为把资金分散到众多自己并不了解也不特别信任的公司中可以降低自己的风险，这种想法是错误的……一个人的知识和经历是有限的。我个人感觉，在一段时间之内，我完全信赖的公司很少超过两三个。"[4]

这封信恐怕是第一篇关于集中投资的文字。

4 年后，凯恩斯为切斯特基金准备了一份完整的策略报告，上面列出了他的投资原则：

1. "认真选择几项投资，这些投资与可能的实际价值、多年后的潜在**内在**（原文强调）价值、同时期的其他投资相比，比较便宜；
2. "长期稳定地持有这些投资，也许持有几年，直到它们达到了预期的收益，或者直到有证据表明，当初购买它们是一个错误；
3. "保持**平衡**（原文强调）的投资地位，也就是，保持各种投资风险的平衡，尽管单项投资的风险可能会很大，而且，如果可能要对抗风险。"[5]

尽管凯恩斯没有使用"集中投资"这个术语，但是读一读他的投资策略，我相信，很明显，他是一位集中投资者。他故意把股票限制在少数几只上；他依靠基础分析来评估他所选择的股票相对于其价格的价值；他喜欢把投资组合的转手保持在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个较低的水平；他认识到分散风险的重要性；他还想通过引进多种经济因素来“对抗风险”，这些经济因素以高质量、可预测的公司为中心。

凯恩斯做得怎么样呢？快速研究一下表 6.1，就会发现他的股票选择和投资组合管理技巧都非常优秀。在他在任的 18 年里，切斯特基金的年平均收益率为 13.2%，而同时期整个不列颠市场的收益却是个负数。考虑到这段时期内发生了大萧条和第二次世界大战，我们应当说，凯恩斯的表现的确非同寻常。

表 6.1　约翰·梅内德·凯恩斯

年份	年百分比变化	
	切斯特基金（%）	不列颠市场（%）
1928	0.0	0.1
1929	0.8	6.6
1930	-32.4	-20.3
1931	-24.6	-25.0
1932	44.8	-5.8
1933	35.1	21.5
1934	33.1	-0.7
1935	44.3	5.3
1936	56.0	10.2
1937	8.5	-0.5
1938	-40.1	-16.1
1939	12.9	-7.2
1940	-15.6	-12.9
1941	33.5	12.5
1942	-0.9	0.8
1943	53.9	15.6
1944	14.5	5.4
1945	14.6	0.8
平均收益	13.2	-0.5
标准方差	29.2	12.4
最小	-40.1	-25.0
最大	56.0	21.5

即使这样，切斯特基金的某些岁月也非常痛苦。在三个独

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立的年份（1930、1938 和 1940 年），基金下降的幅度超过了不列颠市场的降幅。1983 年，两位现代分析家回顾了凯恩斯的表现记录，他们评论说：“从基金财产大幅波动的情况看，很明显，基金的波动幅度一定超过了市场。”[6] 事实上，如果我们计算一下切斯特基金的标准方差，就会发现，它的波动幅度是一般市场的两倍半。无疑，基金的投资者虽然偶尔会遭遇波折，但最终，他们获得的大量利润远远超过了市场。

恐怕你还应当考虑凯恩斯的宏观经济背景和他所拥有的市场调适技巧，另外，更要注意他的投资策略。

“我们没有证明自己能在交易周期的不同阶段充分利用整个系统的变动，整体买进或卖出普通股票，”凯恩斯写道，“由于看到很多这种经历，我很清楚，整体转手的思想有各种不实用的、事实上令人不快的理由。那些想要整体转手的人出手太晚而且买进也太晚，同时过于频繁地这样做，因此，他们的成本过高，也就形成了一种不稳定的投机思想。这种投机思想如果在社会上广为流传，就会加剧价格波动的社会恶果。”[7]

过快地转手会带来很高的成本，引起投机思想，而且使整个市场波动加剧。当时是这样，现在也是这样。

查理·芒格合伙公司

尽管伯克夏·哈撒韦的投资业务通常由主席负责，但是我们不应当忘记副主席查理·芒格也是一位杰出的投资家。凡是参加过伯克夏年会的股东，或者在《杰出投资者杂志》上领略过查理的思想的股东都认识到，他的智力超人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我大约是在 1960 年偶然遇见他的，”巴菲特说，“我告诉他，法律是一项很好的业余爱好，但是他能做到更好。”[8] 你可以回忆一下第二章，当时，芒格在洛杉矶的法律业务蒸蒸日上，但是，他把自己的精力逐渐地转移到一个新的合伙投资上，这个合伙公司刻有他的名字。我们可以在表 6.2 中一览他的才能带来的业绩。

表 6.2 查理·芒格合伙公司

年份	年百分比变化 合伙公司整体（%）	道琼斯工业平均值（%）
1962	30.1	-7.6
1963	71.7	20.6
1964	49.7	18.7
1965	8.4	14.2
1966	12.4	-15.8
1967	56.2	19.0
1968	40.4	7.7
1969	28.3	-11.6
1970	-0.1	8.7
1971	25.4	9.8
1972	8.3	18.2
1973	-31.9	-13.1
1974	-31.5	-23.1
1975	73.2	44.4
平均收益	24.3	6.4
标准方差	33.0	18.5
最小	-31.9	-23.1
最大	73.2	44.4

“他的投资组合集中在很少几种证券上，因此，他的记录变动非常之大，”巴菲特解释说，“但是，它同样是以价值折扣这种方法为基础的。”在为其合伙公司做投资决策的时候，查理遵循格雷厄姆的方法，只寻找那些售价低于其内在价值的公司。“他愿意接受业绩上的高峰和低谷，而且他是一位心理趋向集中化的家伙。”[9]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注意一下，巴菲特在描述查理的业绩时，没有使用风险这个词。根据传统的风险定义（价格波动），我们不得不说，在过去 13 年的历史中，查理的合伙公司的风险极高。它的标准方差几乎是市场的两倍。但是，13 年来，它以高出 18 个百分点的平均年收益击败了市场，这项成绩不是一个冒风险的人的成绩，而是一个精明的投资者的成绩。

美洲杉基金

巴菲特在 1951 年第一次遇到比尔·瑞尼，当时，他们两个都参加了哥伦比亚的本·格雷厄姆的证券分析班。这两个同学一直保持联系，巴菲特一直很欣赏瑞尼多年来的投资成绩。当巴菲特 1969 年解散他的投资合伙公司的时候，他问瑞尼是否愿意为某些合伙人管理基金。这，正如我们已经看到的，就是美洲杉基金的开始。

两个人都知道当时是建立共同基金的困难时期，但是，瑞尼率先进入这个行业。当时股市正在分化成二级市场，大部分资金流向了所谓的最好的 50 名（Nifty Fifty）（像 IBM 和施乐这样的大牌公司），把那些优质股票远远地甩在后面。正如巴菲特指出的，尽管价值投资者开始时的业绩一般都不太好，“我很高兴地说，我的那些合伙人，非常令人吃惊地，不但没有抛弃他（指瑞尼——译者注），而且还追加了投资，结果非常令人高兴”。[10]

美洲杉基金是真正的先行者，是第一个以集中投资为运作原则的共同基金。美洲杉基金资产的公开记录清楚地表明，比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔·瑞尼和瑞克·库尼夫（Rick Cuniff）——瑞尼在瑞尼·库尼夫 & 康柏尼公司的合伙人——成功地管理着一个投资集中、转手率非常低的投资组合。平均来说，超过90%的基金是投向6到10家公司的。即使这样，基金的投资一直都是多样化的。瑞尼也经常指出，虽然美洲杉是一个集中的投资组合，但是基金拥有的公司业务分布很广，涉及商业银行、制药业、汽车和财产损失保险业。

在许多方面，比尔·瑞尼的观点在资金经理人中都是独特的。一般来说，大多数投资管理人士都是带着许多先入为主的组合管理观念开始的，然后把各种股票填充进投资组合中。在瑞尼·库尼夫 & 康柏尼公司，合伙人是从选择最优股票开始的，然后才围绕这些股票形成投资组合。

选择最优股票当然需要高水平的研究分析，在这点上，瑞尼·库尼夫 & 康柏尼合伙公司与业内的其他公司也不同。作为最有前途的资金管理公司之一，公司已经建立起了自己的声望。公司的主要负责人避开了华尔街的经纪人填鸭式的分析报告，他们依靠自己公司进行深入地调查分析。“在我们的公司，大家追求的不是职位，”瑞尼曾经说，“（但是）如果我们确认职位时，我的名片上印的是：瑞尼　研究分析人员。”

他解释说，这种想法在华尔街并不常见。“一般来说，人们开始他们的职业生涯，就是从‘分析人士’开始的，心中怀着被擢升到‘投资组合经理人’的职位的渴望，因为这个职位被认为是不同的而且是更高级别的。与这种做法相反，我们一直相信，如果你是个长期投资人士，那么你就会知道，分析人士是最重要的职位，而投资组合经理不过是之后水到渠成罢了。”[11]

这种独特的想法给他们的股东带来了什么样的影响呢？表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.3 列出了美洲杉基金从 1971 年到 1999 年的投资表现。在这段时期内，美洲杉的平均年收益达到 18.9%，而标准普尔 500 指数仅为 15.2%。

表 6.3 美洲杉基金公司

年份	年百分比变化	
	美洲杉基金（%）	标准普尔 500 指数（%）
1971	13.5	14.3
1972	3.7	18.9
1973	-24.0	-14.8
1974	-15.7	-26.4
1975	60.5	37.2
1976	72.3	23.6
1977	19.9	-7.4
1978	23.9	6.4
1979	12.1	18.2
1980	12.6	32.3
1981	21.5	-5.0
1982	31.2	21.4
1983	27.3	22.4
1984	18.5	6.1
1985	28.0	31.6
1986	13.3	18.6
1987	7.4	5.2
1988	11.1	16.5
1989	27.9	31.6
1990	-3.8	-3.1
1991	40.0	30.3
1992	9.4	7.6
1993	10.8	10.0
1994	3.3	1.4
1995	41.4	37.5
1996	21.7	22.9
1997	42.3	33.4
1998	35.3	28.6
1999	-16.5	21.0
平均收益	18.9	15.2
标准方差	21.2	16.1
最小	-24.0	-26.4
最大	72.3	37.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和其他集中投资组合一样，美洲杉基金取得这种超过平均水平的收益也是有一点曲折的。这段时期市场的标准方差（这个指标是反映波动性的指标之一）是 16.1%，而美洲杉是 21.2%。有些人可能会认为美洲杉的风险更高，但是，了解到瑞尼·库尼夫 & 康柏尼公司在选择股票时的审慎和勤勉，我们就会明白，传统的风险定义在这儿并不适用。

娄·辛普森

20 世纪 70 年代晚期，就在沃伦·巴菲特开始收购 GEICO 保险公司的股票的时候，有人也进行了一项对 GEICO 的金融健康有直接利益的收购，他的名字是娄·辛普森。

辛普森，在普林斯顿大学获得了经济学硕士学位，在 1979 年接受巴菲特的邀请加入 GEICO 前，同时为两家公司——斯坦恩·罗和范海姆公司（Stein Roe & Farnham）和西部资产管理公司（Western Asset Management）工作。现在他是 GEICO 的 CEO。回忆起他面试时的情景，巴菲特记得娄具有“理想的投资性格”。[12]他说，娄是一位独立思考的人，他对自己的分析研究很有信心，而且“不会因为公众赞成或者反对他而感到特别高兴”。

娄是一名贪婪的阅读者，他不理会华尔街的分析报告，相反，他仔细阅读公司的年度报告。他选择普通股票的过程和巴菲特的选择过程非常相似。他只购买那些高收益的公司，由有能力的人士管理，而且能够以合理的价格买下。娄在其他方面也和巴菲特有很多共同点。他的投资组合只集中在很少几只股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票上。GEICO 的 10 亿美元证券投资组合通常只投在不到 10 只股票上。

在 1980 年到 1996 年间，GEICO 的投资组合的平均年收益率为 24.7%，而市场的收益为 17.8%（见表 6.4）。“这些不仅是极好的数字，”巴菲特说，“而且，非常重要的是，这些数字是以完全正确的方式得到的。娄总是投资在被低估了的普通股票上，这些股票的每一只，都不会总是处于这种被低估的状态，合起来，这些股票就接近于零风险。”[13]

表 6.4 娄·辛普森，GEICO

	年度百分比变化	
年份	GEICO 证券（%）	标准普尔 500（%）
1980	23.7	32.3
1981	5.4	-5.0
1982	45.8	21.4
1983	36.0	22.4
1984	21.8	6.1
1985	45.8	31.6
1986	38.7	18.6
1987	-10.0	5.1
1988	30.0	16.6
1989	36.1	31.7
1990	-9.1	-3.1
1991	57.1	30.5
1992	10.7	7.6
1993	5.1	10.1
1994	13.3	1.3
1995	39.7	37.6
1996	29.2	37.6
平均收益	24.7	17.8
标准方差	19.5	14.3
最小	-10.0	-5.0
最大	57.1	37.6

在这儿，我们又一次看到了巴菲特关于风险的概念：风险与价格波动无关，而是与单个股票是否会随时间而产生利润的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确定性有关。

辛普森的表现和投资风格完全符合巴菲特的思考方式。“娄所采用的保守的集中投资方法与我们在伯克夏所使用的方法一样。娄加入我们的群体，真是一个巨大的收获，”巴菲特说，“能让我放心地把我们掌握之下的资金和公司交给其管理的人没有几个，但是我们非常高兴娄是其中一个：他的出现使我们确信，一旦我和查理有什么事情的话，仍然会有一个超级职业人士能够立即管理伯克夏的投资。”[14]

巴菲特、芒格、瑞尼、辛普森。很显然，巴菲特村的超级投资家们具有相同的智慧投资方法。他们都持有相同的信念：减少风险的方法是，只有当股票的安全边际高（公司的内在价值与其当时市价的差额对自己有利）的时候才进行购买。他们也相信，把他们的投资组合集中在有限的几只高利润的股票上，不仅会降低风险，而且有助于产生比市场的收益率高得多的收益。

当然，当我们指出这些成功的集中投资者的时候，许多人仍然感到很怀疑。他们想知道：这些人成功是不是因为他们之间有着密切的职业关系呢？然而，就如我们看见的那样，所有这些股票购买者所挑选的股票都是不同的。巴菲特并不持有芒格所持有的股票，而芒格也不拥有瑞尼所拥有的股票；瑞尼不持有辛普森所持有的股票，而且没有人和凯恩斯持有一样的股票。

很好，这些可能都是正确的，这些怀疑者说，但是你只不过举出了5个集中投资者的例子，而只做5项观察对得出统计上有意义的结论来说还不够。在一个有成千上万个投资组合经理人的行业中，5个人成功了可能仅仅是因为运气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很明显，为了减少这种说法，即巴菲特村的 5 个超级投资家只不过是统计数据上的例外情况，我们需要在更大的范围内进行检测。可是，很不幸，我们没有很多的集中投资者可供研究。没有更多的例子，我们怎么进行分析呢？我们只好借助数据实验室，设计一个投资组合领域，里面有 12000 个投资组合。

3000 集中投资者

通过借助计算机的普通股票收益数据库，我们挑出 1200 家公司，这些公司都有从 1979 年到 1986 年的可计算的数据，包括利润、收入和证券收益。[15]然后，我们让计算机进行随意组合，从这 1200 家公司中，形成 12000 个不同规模的投资组合：

1. 3000 个投资到 250 只股票上的投资组合。
2. 3000 个投资到 100 只股票上的投资组合。
3. 3000 个投资到 50 只股票上的投资组合。
4. 3000 个投资到 15 只股票上的投资组合。

接下来，我们计算每组中每种投资组合在两个不同时期的平均年收益率，一个是 10 年期（1987 ~ 1996 年）（10 年期投资分布见图 6.1），另一个是 18 年期（1979 ~ 1996 年）。然后，我们把这 4 组投资组合的收益与同时期总的股市（根据标准普尔 500 指数定义）进行比较。

从这些比较中，一个关键点就浮现出来：在每一个例子中，当我们减少投资组合中的股票数量时，这个投资组合产生的收益高于市场收益率的可能性就开始增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们再以10年为期，深入地看一看（见图6.1）：所有这4组投资组合的平均年收益约为13.8%，而同时期的标准普尔平均略高一点，为15.2%。要注意，标准普尔500都是由最大的公司组成的加权指数，而我们考察的这段时期，正好是大资产股票表现特别好的时期。在我们的研究中，投资组合是平均加权，而且包括的股票不仅有大的资产股票，还包括小公司和中等公司。所以，我们可以说，这4组"实验的"投资组合的表现和整个市场的表现基本相当。

然而，当我们看一看最小和最大的数字——这意味着每组中表现最糟糕的组合和表现最好的组合，这些就开始变得有意思了。我们会发现：

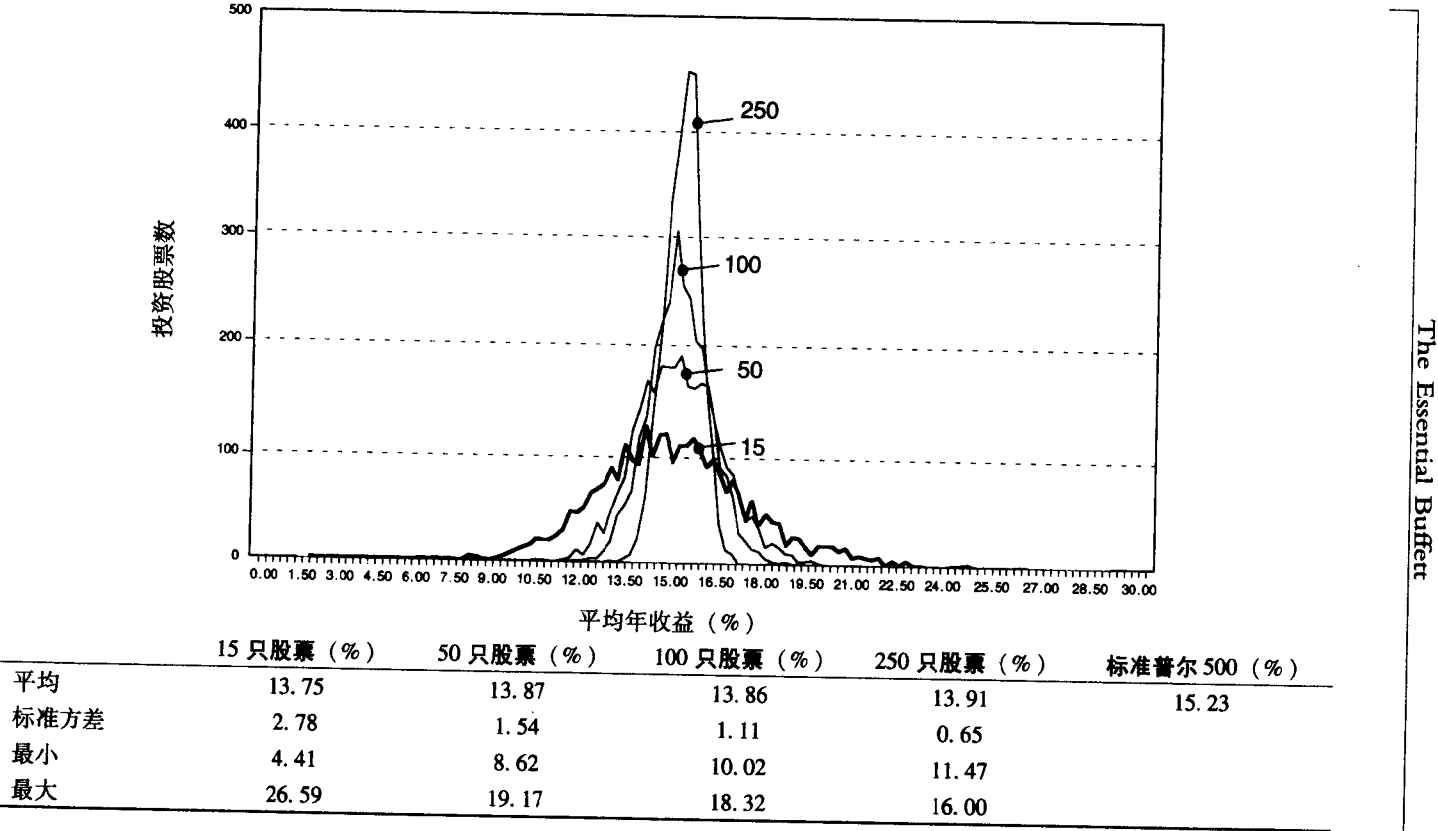
- 在包括250只股票的投资组合中，最高收益为16%，最低收益为11.4%。
- 在包括100只股票的投资组合中，最高收益为18.3%，最低收益为10%。
- 在包括50只股票的投资组合中，最高收益为19.1%，最低收益为8.6%。
- 在包括15只股票的投资组合中，最高收益为26.6%，最低收益为6.7%。这是研究中的集中投资组合，也是惟一一组最高收益大大高于标准普尔的投资组合。

我们看一下18年期的投资组合，会发现相同的相对趋势。在18年期中也一样，较之大的投资组合，小的投资组合的最高收益更高，最低收益更低。

这就让我们得出了两个必然的结论：

1. 运用集中投资组合，你就有更多的机会比市场做得更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



	15 只股票（%）	50 只股票（%）	100 只股票（%）	250 只股票（%）	标准普尔 500（%）
平均	13.75	13.87	13.86	13.91	15.23
标准方差	2.78	1.54	1.11	0.65	
最小	4.41	8.62	10.02	11.47	
最大	26.59	19.17	18.32	16.00	

图 6.1　十年期（1987～1996 年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好。

2. 运用集中投资组合，你也有更多的机会比市场做得更糟糕。

为了向怀疑者强调第一个结论，我们在给 10 年期的数据分类时，找到了一些明显的数据：

在 3000 个包括 15 只股票的投资组合中，有 808 个组合比市场做得好。

在 3000 个包括 50 只股票的投资组合中，有 549 个组合比市场做得好。

在 3000 个包括 100 只股票的投资组合中，有 337 个组合比市场做得好。

在 3000 个包括 250 只股票的投资组合中，有 63 个组合比市场做得好。

我把这作为一个有力的证据，说明随着投资组合规模的下降，组合的表现会越来越好。采用由 15 只股票组成的投资组合，你有 1/4 的机会胜过市场。而采用由 250 只股票组成的投资组合，你的机会是 1/50。[16]

另外一个需要考虑的重点是：在研究中，我们没有考虑交易成本。因为，很显然，在转手率高的地方，成本也高。如果我们的图中包括这些已经实现的成本，这样按年折算的收益更难以胜过市场收益率。

至于第二个结论，它只是强调了谨慎选择股票非常关键。巴菲特的超级投资家并非同时是超级选股专家。如果你没有选出正确的公司，你一定会表现出非常惊人的低水平。但是，我们也阐明了，超级投资家们把投资组合集中到他们认为最好的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司上的做法也可以产生高额的投资收益。

衡量业绩的更好方法

在那次著名的关于格雷厄姆－多德村的演讲中，沃伦·巴菲特讲了许多重要的事情，但没有哪一件比这句更重要：“如果股价能被华尔街‘野兽’影响，让那些最神经质、最贪婪或最沮丧的人获利，那就很难说市场的定价总是合理的。事实上，市价经常是没有理性的。”[17]

这句话是深邃的，因为它给我们指明了方向。如果我们接受这个想法，即价格并非总是理性的，那么就能从这种短视——总是把价格作为我们决策的惟一基础——中解放出来。如果我们接受这种想法，即价格并不是所有一切，我们就能拓宽视野，集中精力到重要的事情上：彻底研究和分析作为基础的公司。当然，我们总是要关注价格，这样我们会知道价格何时跌到了价值以下，但是我们不必总是被这种严重误导我们的一维方法所纠缠。

作出这种转变并非易事。我们的整个行业——基金经理人、机构投资者以及形形色色的个人投资者——都是价格近视眼。如果某只股票的价格上升，我们就会理所当然地推测有什么好的事情发生了；如果价格开始下跌，我们又会想有什么坏事发生了，并且据此行动。

这真是一个糟糕的精神习惯，而且又被另一件事加剧了，那就是：评价股价在非常短的时期内的表现。巴菲特会说，我们不仅依靠错误的事情（价格），而且当我们不喜欢自己所看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到的一切时，我们过于频繁地查询股价，并且出手过快。

以价格为基础和短期评价股价是一种错误的思考方式，而这种思考方式在我们公司的每一个层次都存在着。正是这种思考方式，使得一些人每天都要查看股价，而且还如此频繁地给他们的股票经纪人打电话，甚至把经纪人的电话设为速拨键。这也是为什么那些机构投资者，那些掌握几十亿美元的人，时刻准备着，一看到某个数字就决定买进或卖出。这也是共同基金的经理们快速变换基金投资组合中的股票的原因：他们认为这样做是他们的工作使然。

非常令人吃惊的是，当事情看起来开始不顺利的时候，也是同样的这些资金经理人，首先督促他们的客户保持镇静。他们发出信函，打消客户的疑虑，赞赏继续留在基金中是美德。所以，为什么他们的行动不像自己鼓吹的那样呢?

观察共同基金的操作特别容易，因为他们的行动都经过金融新闻的详细记录和仔细考察。因为有这么多关于共同基金的信息可以获得，而共同基金之间非常相像，况且人们都能很好地理解共同基金，所以，我相信，通过观察共同基金的操作，我们可以深入地了解以价格为行动基础的方法是多么愚蠢。

共同基金的双重标准

1997 年下半年，在为《财富》杂志写文章的时候，约瑟夫·诺塞若（Joseph Nocera）指出，共同基金经理人建议股东们去做的——可以称之为“买进并持有”——与他们在自己的投资组合中实际做的——可以称之为买进－卖出，二者之间存在着明显的不一致。为了强调自己观察到的这种双重标准，诺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

塞若引用了今日之星（Morningstar）的道·菲利普（Don Phillips）的话："在基金行业自己所做的事与它告诉投资者应当做的事之间存在着巨大的差距。"[18]

这个明显的问题是：如果他们劝告投资者要聪明地买进并持有，那么为什么经理人却疯狂地每年都买卖股票呢？诺塞若说，答案是"基金行业内部的剧烈变动使得基金经理人几乎不可能超越短期去追求更长远的东西"。[19]为什么呢？因为共同基金公司已经变成了一个毫无意义的短期游戏，比的是谁能作出最好的业绩，而衡量标准完全是价格。

今天，投资组合经理人身上承受着巨大的压力，要创造出看得见的短期业绩数字，这些数字吸引了大量的注意力。每3个月，那些著名的出版物例如《华尔街杂志》（*The Wall Street Journal*）和《巴瑞斯》（*Barron's*）都会刊登共同基金的季度业绩排名。那些在过去3个月中做得最好的共同基金会上升到排名第一，金融评论员们还会在电视和报纸上赞扬这些基金，这些基金自己也会做一些自我表扬式的广告和吹嘘，并吸引大批新客户。那些一直在等待着看哪一个基金经理人有超人的技艺的投资者们，对这种排名非常热衷。事实上，季度业绩排名越来越把天才经理人和庸庸碌碌之辈隔离开来。

这种依赖短期价格的业绩，尽管在共同基金中非常明显，但是并不仅仅局限于共同基金。它主导着我们整个行业的思想。我们不再是在以前那种环境之中了，在那种环境里，衡量经理人靠的是长期表现。现在，即使人们作为自己的经理人在行动，他们也受到这个环境不健康的变化的影响。在许多方面，我们都受到市场机器的奴役，这种市场机器只能保证差劲的业绩。

一旦陷入这个恶性循环，似乎就没有出路了。但是，就如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同我们了解的那样，有一种方法可以提高投资业绩。我们现在必须做的就是找到一种更好的方法来衡量业绩。具有残酷讽刺意味的是，最可能创造出高于平均水平收益的策略，随着时间的过去，越来越显得和我们判断业绩——共同基金经理人的业绩或是我们自己的业绩——的标准相矛盾。

乌龟与兔子

1986 年，V·尤珍·沙汉（V. Eugene Shahan），哥伦比亚大学商学院毕业生，美国信托基金（U. S. Trust）投资组合经理人，为巴菲特的《格雷厄姆－多德村的超级投资家》写了下文。在他的文章（《短期业绩和价值投资是互斥的吗?》）里，沙汉提出了我们大家共同的问题：以短期业绩为基础考察资金经理人的方法是否恰当?

他写道，除了巴菲特自己以外，巴菲特描述为“超级投资者”的那些人中——当然都很有技巧，都很成功——很多都曾面临短期的表现不佳。用资金管理的观点来看待乌龟和兔子，沙汉评论说，“另一个巨大的讽刺是，那些主要关心短期业绩的投资者们的短期业绩都不错，但他们是以长期后果为代价的。格雷厄姆－多德村的超级投资家们的杰出记录与他们对短期业绩的明显漠视相伴而生。”[20] 他指出，如果参加今天的共同基金业绩比赛，许多格雷厄姆－多德村的超级投资家们都不会被人注意到。

巴菲特村的超级投资家的情况也一样。表 6.5 表明，他们经历过几个困难时期。只有巴菲特安然无恙地通过了这次业绩比赛。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6.5 巴菲特村的超级投资家

	作出业绩的年数	业绩不佳的年数	连续业绩不佳的年数	业绩不佳年数占所有年数百分比（%）
凯恩斯	18	6	3	33
芒格	14	5	3	36
瑞尼	29	11	4	37
辛普森	17	4	1	24

约翰·梅内德·凯恩斯管理了切斯特基金 18 年，他有 1/3 的时间业绩表现得比市场要低。事实上，在他管理基金的头 3 年，他的业绩表现都比市场差，这 3 年的表现使他落后于市场 18 个百分点。

美洲杉基金的情形十分类似。在考察的这段时期内，美洲杉有 37% 的时间业绩表现都低于市场。像凯恩斯一样，瑞尼也面临成长的困难。他说：“多年来，我们定期成为业绩不佳之王。1970 年中期，我们凭借模糊的概念创建了美洲杉基金，结果连续 4 年低于标准普尔。”到 1974 年底，美洲杉已经远远落后市场 36 个百分点。“我们藏在桌子底下，不接电话，心中怀疑这场风暴是否能过去。”[21] 当然，风暴会过去。1978 年年底，美洲杉的业绩达到 220%，而标准普尔 500 指数只有 60%。

即使是查理·芒格，在集中投资的路上也没有逃脱这种不可避免的崎岖。在 14 年中，查理有 36% 的时间业绩比市场整体差。像其他集中投资者一样，他也遇到过一连串的坏运气。1972 年到 1974 年，芒格落后市场 37 个百分点。在 17 年间，娄·辛普森有 4 年的业绩低于市场，占整个时间段的 24%。他最糟糕的表现是在一年间发生的：这一年他落后市场 15 个百分点。

顺便说一下，我们分析一下我们的集中投资组合试验，就会发现相同的趋势。（见表 6.6）在 3000 个持有 15 只普通股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资组合中，有808个在1987年到1996年的10年间，业绩超过了市场。然而，在这808个胜利者中，令人吃惊的是，有95%曾经经历了长期的业绩不佳——10年中有3年、4年、5年甚至7年业绩不佳。

表6.6 集中（15只股票）投资组合——10年资料（1987～1996）

低于/超过标准普尔500的年数	投资组合数	占全部投资组合的百分比（%）
10—0	0	0.00
9—1	1	0.12
8—2	20	2.48
7—3	128	15.84
6—4	272	33.66
5—5	261	32.30
4—6	105	13.00
3—7	21	2.60
2—8	0	0.00
1—9	0	0.00
0—10	0	0.00

如果凯恩斯、芒格、辛普森和瑞尼在今天的环境中作为资金经理人开始他们的职业生涯，你认为会发生什么呢？今天的环境可是只看一年的业绩表现的。他们很可能会因为其客户遭受的巨大损失而被打入冷宫。

然而，继续这种争辩，说集中战略有时确实意味着要忍受几年的艰苦时光，我们就会遇到真正的问题。只用价格业绩作为标准，我们能否分辨出：我们所看待的是一位优秀的经理人，他正在经受1年（或者3年）的艰苦时光，但是从长远来看，他一定会做得很棒；或者我们所看待的不过是一位正在开始他的长期糟糕岁月的经理人呢？我们分辨不出。

我们甚至没有试验过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学术人士和研究人士投入了相当多的精力，试图决定随着时间的过去，哪种资金经理人、哪种策略有更大的机会胜过市场。在过去几年，著名的《金融杂志》（*Journal of Finance*）发表了几篇文章，这些文章都是以著名大学教授的研究为基础的，这些研究问的是一个相同的基本问题：共同基金的业绩是否有某种模式？这些教授都赋予这个问题相当的智慧，并都进行了数据分析，但是他们的研究没有产生一个正确的答案。

有4个研究涉及学术术语称为"持续"的概念——投资者选择近期记录最好的基金，因为他们相信基金经理人过去的记录能预示他们的未来业绩，投资者的这种趋势创造了一种自我实现的动力，这一年的资金就会跟随过去几年中最好的基金。当这种动力以一年为单位时（通过购买过去一年的胜利者而选择下一年的胜利者），我们称之为"热手"现象。这只不过是一种方式，想要通过观察基金在过去几年的情况来预测未来几年哪只基金会做得好，这种方式起作用吗？这正是那些研究想知道的。

在两个单独的研究中，南卡罗莱那大学商业管理学院的马克·卡哈特（Mark Carhart）和普林斯顿的伯顿·迈卡尔（Burton Malkiel）发现，在持续性和未来业绩之间没有任何有意义的联系。[22]在第三项实验中，哈佛大学肯尼迪行政学院的3位教授（Darryll Hendricks，Jayendu Patel，Richard Zeckhauser）研究了15年的数据后，得出结论：显然不能保证，选择今年的"热手"经理人就能确保持有明年的"热手"基金。[23]最后，纽约大学斯特恩商学院的斯蒂芬·布朗（Stephen Brown）和耶鲁管理学院的威廉姆·盖茨曼（William Goetzmann）得出结论说，持续性主要是战略上的一种普通的共性。换言之，在任何"热

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手”现象中，我们可能都会发现几个经理人沿用同样的战略。[24]

经过各自独立的工作，这些学术人士得出了相同的结论：似乎没有什么重要的证据或表现能帮助投资者们确定下一年的顶级业绩创造人。当“热手”是以价格表现为依据的时候，从一个热手基金跳到另一个，并不能帮助投资者建立他们自己的净值。

我们可以好好想像一下，沃伦·巴菲特会怎样解释这些学术研究呢？在他看来，这个故事的寓意很明显：我们必须抛弃那种以价格作为惟一衡量尺度的一贯方法，并且必须打破自己总是进行短期判断的习惯，这种习惯不利于获取利润。

但是，如果价格不是最好的衡量尺度，那么我们该用什么来衡量呢？“没有替代品”并不是一个好的答案，即使买进并持有战略也不会让你视而不见。我们必须找到另一个衡量业绩的尺度。幸运的是，有这么一个尺度，而且它还是巴菲特用来判断自己的业绩和伯克夏·哈撒韦的子公司的业绩的基础。

衡量业绩的新尺度

沃伦·巴菲特曾经说过，他“不在乎股票市场关闭 1 年或 2 年。毕竟，每个星期六和星期天股市都会关闭，而这一点也没有困扰我”。[25]确实，“一个活跃的交易市场是非常有用的，因为它定期为我们提供灌水的机会，”巴菲特说，“但它并不是本质的。”[26]

要充分理解这些话，我们应当认真思考巴菲特接下来说的话。“延长我们持有的证券的交易中止时间，对我们来说，不会比得不到 World Book 和 Fechheimer（伯克夏·哈撒韦的两个下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

属公司）的价格更令人不安。我们的经济命运最终将由我们拥有的公司的经济命运决定，不论我们是部分拥有（以股票形式）还是全部拥有。”[27]

如果你拥有一家公司，又没有每日的报价来衡量它的业绩，你怎么决定自己的进展呢？很可能，你会把收入的增长或者是运营利润的增加作为标准，也可能是资金支出的降低。你只要让公司的经济状况说明你是在增加或减少公司的价值就行了。在巴菲特看来，衡量公开交易公司的业绩的试金石都是一样的。“我和查理根据我们的证券在市场上的情况——不是证券每日或每年的报价——判断我们的投资是不是成功，”他解释说，“市场在短时期内可能会忽略公司的成功，但是它最终会认可公司的成功。”[28]

但是，我们真的能指望市场会因为我们购买了经济状况好的公司而给我们回报吗？我们能在公司的运营收入与其未来股价之间推出密切的关系吗？答案看起来是“可以”，如果我们选择了合适的时间跨度。

> 市价与公司价值之间的关系会随时间而增强。那些在前者追上后者之前就看到后者的人，将会因为他们的敏锐而获利。

当我们用1200个公司的实验组进行实验，试图决定价格与收入之间关系的密切程度时，我们了解到，时间越长，二者的关系越密切。

- 持有股票3年，二者关系的密切程度为0.131到0.360。（0.360的关系是指，价格变化的36%可以由收入变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解释）

- 持有股票5年，二者的关系为0.374到0.599。
- 在长达10年的持股期间，二者关系上升到0.593到0.695。
- 对整个18年期来说，收入与股价的关系是0.688——非常有意义的关系。

这证实了巴菲特的观点：一家好公司最终会产生强劲的价格，只要时间足够长。然而，他告诫说，把收入转化成股价既“不对等”又“不可预测”。尽管随着时间的延长，收入和价格的关系会加强，但是这种关系并非总是可以预测的。巴菲特说：“虽然从长期来说，市场价格会相当贴近地遵循公司价值，但是在某一年中，二者的关系可能会发生反复的变化。”[29]65年前，本·格雷厄姆曾给过我们同样的教导：“短期来说，市场是一台计票器；而长期来说，市场是一杆秤。”[30]

显然，巴菲特并不急于让市场证实他信为真理的东西。“进一步说，公司的成功得到确认的速度并不那么重要，只要公司的内在价值一直在以令人满意的速度上升，”他说，“事实上，晚点认识到公司的成功是有好处的，这样我们就有机会以有利的价格购买更多的好东西。”[31]

审视收入

为了帮助股东们了解伯克夏·哈撒韦大量普通股票投资的价值，巴菲特杜撰了这个词：“审视”收入。伯克夏的审视收入由它的全部公司（下属公司）的营业收入、大额普通股票投资的留存收入、留存收入被支付后的应付税补贴组成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

审视收入这个概念最早是为伯克夏的股东而设计的，但是，它也给了集中投资者一些重要的启示，这些集中投资者想要找到一种时不时发生的，在股价与基础经济情况脱节的时候，理解投资组合的方法。“每一个投资者的目标，”巴菲特说，“都应当是创造一个投资组合（实际上，是一家‘公司’），这个投资组合在未来 10 年左右的时间里，能带来最高的经审视的收入。”[32]

根据巴菲特的话，从 1965 年（巴菲特掌控伯克夏·哈撒韦的那一年）开始，公司的审视收入与公司证券的市值几乎以完全相同的速率增长。然而，两者的变化步调并非总是一致。在许多情况下，收入超过了价格；另外一些时候，价格远远超过收入。重要的是，要记住，随着时间的变化，两者的关系一直在发挥作用。“这样一种方法，”巴菲特忠告说，“会强迫投资者考虑公司的长期发展前景，而不是短期市场前景。这是一种很可能会改善结果的观点。”[33]

巴菲特的衡量尺度

当巴菲特考虑增加投资的时候，他首先会看看自己已经拥有的，来判断新的购买会不会带来更好的结果。今天伯克夏所拥有的是潜在收购的经济衡量尺度。“巴菲特一直说的实际上是对所有投资者都很有用的话，”查理·芒格强调说，“对于一个普通的个人来说，你已经拥有的最好的东西，就是你的衡量尺度。”接下来发生的事对于提高投资组合的价值，是最关键的，但同时也是被普遍忽略的秘密。“如果你考虑购买的东西并不比你已经获得的东西好，”查理说，“那么它就没有达到你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的要求，这会剔除你看到的潜在收购的99%。”（OID）[34]

> 当讨论是否购买股票时，问问你自己：这只股票与你已经持有的股票的优秀者相比，哪个更好？

你可以根据你现在所拥有的一个经济准则——衡量尺度来自由支配资金。你可以用几种不同的方式定义自己的经济准则，例如审视收入、证券收益或者安全边际。当你改变自己的投资组合，买进或卖出一家公司的时候，你就提高或降低了你的经济准则。那些长期持有证券，而且相信股价最终会与基础经济状况相吻合的资金经理人的工作，就是找到提高经济准则的方法。对于你自己的投资来说，最好你就是那个资金经理人。

如果你退一步，再考虑一下，那么标准普尔500指数也是一种衡量工具。它由500家公司组成，这些公司有自己的经济收益。要做得比标准普尔500指数好——也就是提高准则——我们必须集合和管理一组公司，这些公司的经济状况比标准普尔500指数的平均加权经济状况要好。集合和管理这样一组公司的过程就是我们这本书的全部内容。

汤姆·墨菲（Tom Murphy），在资金超市（Capital Cities/ABC）与沃尔特·迪斯尼公司（The Walt Disney Company）合并前管理资金超市。他对经济准则有着完美的理解。资金超市内部有一组传媒公司，这些公司以复合加权为基础，为股东们创造经济收益。墨菲知道，要提高资金超市的价值，他必须找到能提高现在的经济准则的公司。“经理人的工作，”墨菲曾经说过，“不是找到让火车变得更长的方法，而是找到让火车跑得更快的方法。”[35]

你不应该受到这种想法的麻痹，即：因为集中投资组合时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不时地在价格上落后于股市，你就不受业绩审查的约束。随着经济准则的出现，尽管市场变幻莫测，你仍要保护自己所选择的股票，力争作出好的业绩。当然，集中投资经理人不应当成为市场变化的奴隶，但是，你应当时刻注意自己投资的公司的经济状况的所有变化。

像树懒一样行动的两个好理由

集中投资必定是一种长期投资的方法。假如你问巴菲特他认为多长的持股期是理想的，他一定会说“永远”——只要公司仍然能创造超过平均水平的经济状况，而且其管理层以合理的方式分配公司收入。“无所作为像明智的行为一样推动我们，”他解释说，“我们和大多数的公司经理都不会因为预测联邦储备局的折扣利率将有小小的变动，或者因为华尔街某位专家对市场的观点发生转变，就梦想着疯狂交易高赢利的下属公司。那么，为什么我们在优秀公司中持有少数股份，我们的行动就不一样了呢?”[36]

当然，如果你拥有一家糟糕的公司，那么你的确需要转手。否则，你要花很长一段时间才能结束这种拥有价值低廉的公司的状况。但是，如果你拥有一家杰出的公司，那么你最不该做的就是出售公司。

这种类似树懒的方法，对于那些惯于在固定的基础上活跃地买进和卖出股票的投资组合经理人来说，可能显得比较新奇，但是，这种方法除了能以高于平均水平的速率增加资金外，确实还有两个重要的经济方面的益处：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 降低交易成本。
2. 提高税后收益。

每一项益处本身就很有价值，它们综合起来的益处更是巨大。

降低交易成本

一般说来，共同基金每年的转手率在 100% 到 200% 之间。转手率反映了投资组合内的活动数量。如果投资组合经理人一年内卖出和再买进组合中的所有股票一次，他的转手率就是 100%。一年卖出又买进两次，转手率就为 200%。但是，如果经理人一年内只卖出又再买进组合中 1/10 的股票（意味着平均持有期为 10 年），转手率就只有 10%。

看看国内的 3560 只股票基金，就会发现，转手率低的共同基金创造出的收益比转手率高的基金多。研究发现，经过 10 年，那些转手率低于 20% 的基金获得的收益比转手率高于 100% 的基金高出 14%。[37]

这就是大家都知道的活动之一，它非常明显但却很容易被忽视。高转手的问题在于，这么多次的交易增加了资金的经纪成本，这会降低你的净收益。

税后收益

转手率低的基金还有另外一个重要的经济上的好处：具有推迟缴纳资本增值税的积极效果。具有讽刺意味的是，转手本来是为了增加你的基金收益，可它同时也增加了你的税收负担。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当经理人卖出一只股票，又买进另外一只股票时，他或她心里想的是，这种行为会增加基金的收益。但是，因为卖出股票就意味着实现了资本增值，再买进新的股票，它的收益必须超过卖出股票的资本增值税。

如果你拥有一个个人退休金账户 IRA（Individual Retirement Account）或一个 401（k）计划，你就不必为收入和收益付税，直到你撤回全部资金，而且，在 Roth Ira 的收益是完全免税的。但是，如果你在个人账户中拥有共同基金，那么基金中任何实现了的资本增值都必须分配给股东，这样你就必须缴纳资本增值税。基金中出售的股票越多，你的税收负担就越重。

甚至，当共同基金的年终业绩表现相当出色，但是，到你付完资本增值税后，你的税后净收益可能还赶不上平均水平。聪明的股东已经开始考虑，他们持有的被经理人频繁地买进卖出的基金创造的收益，是不是高到支付税款后的收益仍然比指数基金高，指数基金生来就是高税赋的。

除了免税账户以外，税收是投资者面临的最大支出——比经纪佣金高，而且经常高于运作基金的成本比例。事实上，税收已经成为基金低收益的主要原因之一。“这是坏消息。”资金经理人罗伯特·杰弗瑞（Robert Jeffrey）和罗伯特·阿诺德（Robert Arnott）说。他们俩是一篇发表在著名的《投资组合管理》杂志上的文章的作者，文章名为《你的业绩是否好到足够交纳税款?》，这篇文章引起了投资界的广泛讨论。“好消息，”他们这样写道，“是有一些交易战略，可以把这些被忽略的税收问题降到最小。”[38]

简而言之，这项关键的战略涉及另外一种常识性观念，这种观念常常得不到正确评价：未实现的收益的巨大价值。当一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只股票的价格上涨，但没有被出售，这上升的价值就是未实现的收益。除非股票被出售，否则不会征收资本增值税。如果你把收益放在适当的地方，你的资金会更快更强地实现增值。

总的说来，投资者经常低估这种未实现的收益的巨大价值——巴菲特称之为“来自国库的无息贷款”。为了使他的观点更明了，巴菲特让我们想像一下，如果你购买了1美元的投资，这项投资每年翻一番，结果会怎么样呢？如果你在第一年年末卖掉这笔投资，你会获得0.66美元的净收益（假设你的税率为34%）。我们假设你把这1.66美元再投资，到年末，价值又翻了一番。如果这项投资每年都翻一番，而你总是卖出、付税，把投资与收益之和再投资，到第20年年末，你的税后净收益将是2.52万美元，而税赋达到1.3万美元。如果，假设另一种情况，你购买1美元的投资，这项投资每年翻一番，而你一直持有这项投资20年，从来不出售，到第20年年末的时候，你将获得69.2万美元的税后收益，而税款为35.6万美元。

冷静地看看这些数字，就会清楚两点：第一，如果你不是每年都兑现你的收益，而是让资金自己增值，你最终会获得更高的利润；第二，到第20年年末，你付的一笔总的税款会让你目瞪口呆。这大概是人们本能地更倾向于每年都把收益转化，并因此控制住税赋的一个原因。他们没有考虑到收益上存在着真正可怕的差异，而他们没有得到这些差异收益。

杰弗瑞-阿诺德的研究结论是，要获得高的税后收益，投资者应当把他们的投资组合的转手率控制在0到20%之间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

综　合

从1美元开始，这笔投资的价值每年翻一番。你有两种选择：

1. 每年年末出售投资、付税，然后把净收益再投资。持续这个过程20年，最终获得2.52万美元的纯利润。

或者

2. 不出售任何投资。到第20年年末，最终获得69.2万美元的税后利润。

哪种战略本身能最好地降低转手率呢？一种方法是消极的、低转手率的指数基金，另一种是集中投资。“听起来好像是婚前建议，”杰弗瑞和阿诺德说，“也就是说，尽量建立一个你可以永远、永远依靠的投资组合。”[39]

今天，如果投资组合经理人的业绩与市场收益偏离太远的话，他们就面临失去客户和冒犯咨询人员的风险。据查理·芒格说，对“路线错误”——偏离市场收益过远的业绩——的担心，已经“妨碍了这个行业”。

我们在本章的这部分大量描述了共同基金的沉浮。你会回忆起来，我们这样做，是因为共同基金为大众所熟悉，因此是一个好例子。但是千万不要以为只有基金经理人才有那些错误的想法。这儿以他们为例，只是为了说明整个投资行业存在的这种广泛的趋势。通过观察这些共同基金经理人的所作所想，你就会明白你应当做什么，你应该怎样思考。

我们已经知道，优秀的短期业绩并不能说明投资组合经理人能力超群，就像糟糕的短期业绩不能排除经理人的优秀一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们用来衡量经理人能力的时间期限过短，以致不能得出有意义的结论。但是，另外一种经济尺度，例如审视收入，在价格偏离预期收益时，可能是一种衡量进展的方法。我们也知道，低转手在两个明显而简单的方面可以转化成更高的收益：更少的交易意味着更低的交易成本；最后，不要忽略未实现的资本收益的价值。排除消极的指数基金，集中投资为你提供了最好的机会，把这些未实现的收益复合成主要利润。

合理的警示标签

在你放下本书之前，认真考虑一下接下来要说的是很重要的。有迹象表明，写点关于集中投资的东西能给投资者提供一些类似为高水平赛车提供指南一样的东西。但是，如果你驾驶的赛车时速能超过 200 迈，你就有责任安全驾驶。你应当放聪明些，不仅要阅读操作指南，而且要完全遵循警告牌上的所有要求。同样，如果你准备进行集中投资组合，我要给你 5 点警告：

1. 除非你从一开始就把股票看作是公司部分所有权的利息，否则切勿入市。
2. 准备好坚持不懈地研究你持有的公司和你的竞争对手，要怀着这种信念：没有人会比你更了解你的公司及其所在行业。
3. 除非你至少愿意投资 5 年，否则不要开始集中投资。时间跨度越长，你就越安全。
4. 切勿举债进行集中投资。非举债的集中投资会帮助你尽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

快达到你的目标。记住，不期而至的要求资金利润的电话很可能会毁了一个运作良好的投资组合。

5. 按照需要，塑造合适的性情和人格来管理投资组合。不要忘记：投资和投机之间是有区别的。

作为一名集中投资者，你的目标是达到理解你的公司的水平，而这个公司在华尔街是无可匹敌的。你也许会抗议说，这是不现实的，但是，考虑一下华尔街所宣传的，它也许就不像你想像的那么难了。华尔街出售短期业绩，强调每季的情况。而公司所有人正好相反，他们对自己公司的长期竞争优势更感兴趣。他们运用定期价格变动——这种变动经常是华尔街的近视观点造成的——以大价格积聚大公司的股票。如果你愿意努力研究公司，长此以往，你就很可能比一般投资者更了解自己的公司，而这正是你需要获得的优势。

沃伦·巴菲特的方法简单得令人困惑。没有要学习的计算机程序，也没有要解释的 2 英寸厚的投资银行指南。评估一个公司的价值，并在价格低于公司价值的时候买进，这不需要什么科学。"我们所做的在每个人的能力范围之内，"巴菲特说，"要获得独特的结果，并不一定要做特别的事情。"[40]

要用集中投资的方法获利，你在公司价值方面不必一定达到 MBA 水平。然而，你确实需要花费时间研究其过程。正如巴菲特说的，"投资比你想的要简单，但比看上去要难。"[41]成功的投资不要求你学习满是希腊符号的不切实际的数学，但是却要求你认真调查研究你持有股票的公司。

一些投资者宁愿谈论一些诸如"股市现在怎么样了"之类的话题，也不愿意麻烦自己去读读年报。但是，相信我，关于股市和利率未来方向的"鸡尾酒式的谈话"，远不如花 30 分钟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

读读你持有股票的公司的最新消息有价值。

每一个尝试过的人都知道，进行改变非常困难。即使你在理智上相信新方法是正确的，但是，真正采用新方法经常会涉及情绪和心理上的调整。这样，即使你完全接受集中投资的科学和数学依据，而且，即使你看见其他很聪明的人用这种方法已经获得了成功，你可能还是会有点儿犹豫。毕竟，我们是在讨论你的经济利益，而这是一个非常严肃的话题。

你也许会发现，多了解一些关于情感和金融的复杂交集很有用。钱的事是所有事情里最容易引起情绪波动的，这一点永远不会变。但是，同时，在明智的行动受阻碍这点上，你不能总是受情绪的控制。关键是，把情绪控制在合适的程度。如果你了解一点基础的心理状况，这样做就会容易多了。这就把我们带到了下一章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章
资金的情感面

The Emotional Side Of Money

尽管有计算机程序和黑盒子，人们仍然创造了市场。股市仅仅是单个个人决定的集合。我们必须记住的一件事是，在生命的各个阶段，人们总是倾向于在情感的基础上做决定，而且情感的力量总是大于理智。

谈到钱，有两种情感在推动人们作出决策方面影响最为深远，那就是恐惧和贪婪。受恐惧或贪婪的推动，投资者经常以远高于或远低于公司内在价值的愚蠢价格买进或卖出股票。换句话说，投资者的情感比公司的基础情况对股票价格有更明显的影响。

因此，任何希望从股市中获利的股市中人，必须考虑情感的影响。这是两方面的事情：尽可能地控制你的情感，同时，要保持警觉，能注意到那些由于其他投资者受情感驱使做出决策从而提供给你的黄金时机。

要正确评估情感在投资中的分量，第一步是理解情感。幸运的是，我们有了好消息。近年来，心理学家把注意力转向研究当行为的动力是钱的时候，人们已经建立的行为准则是如何发挥作用的。这是一个相当新的领域，被称为行为金融学，它吸收了一些已经存在许久的观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真正的投资者的性情

本·格雷厄姆，正如我们知道的那样，强烈要求他的学生了解投资者和投机者之间的不同。他说，投机者试图预测股价的变化情况，并期望从中获利；而投资者只希望以合理的价格购买公司。格雷厄姆又作了进一步的说明。他说，成功的投资者经常是那种冷静、耐心和具有理性性情的人，而投机者却具有相反的性情：忧虑、急躁、不理性。他们最大的敌人不是股市，而是他们自己。他们可能在数学、金融和财务方面能力超群，但是，如果他们不能控制自己的情绪，他们就无法从投资中获利。

格雷厄姆像现代心理学家一样了解市场情绪的危险性——也许比心理学家更了解。他认为真正的投资者不仅能从技巧方面，而且可以从性情方面加以区别。现在，这个观点与它刚被表述的时候一样反映了真实的情况。我们来看看三个关键的特点。

1. *真正的投资者能保持冷静*。他们知道股价受到各种合理和不合理的因素的影响，会上下起伏。当他们持有的股票的价格下跌的时候，他们的反应很镇定。他们知道，只要公司仍然保持吸引他们第一次买下公司股票时的质量，价格会回升的。在这段时期，他们不会惊慌。

在这点上，巴菲特一直坚持：除非你能做到看见自己的股票下跌50%仍然不惊慌失措，否则就不要进入市场。他还指出，事实上，只要你对自己持有股票的公司感觉良好，你应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对价格下挫感到高兴，因为这是一种能使你的股票获利的方式。

当股市处于另一个极端时，真正的投资者在面临我们称为"民众影响"的时候，也能保持冷静。当一只股票、一个行业或一个共同基金突然落到聚光灯下，受到公众瞩目时，大量民众都会冲向前去。麻烦就在于，当每一个人都认为这样做是正确的并做出同样的选择时，那么就没有人可以获利。在1999年年末的《财富》杂志上，巴菲特谈到了影响大量牛市投资者的"不容错过的行动"因素。[1] 他的警告是：真正的投资者不会担心错过这种行动，他们担心的是未经准备就采取这种行动。

2. *真正的投资者是有耐心的*。真正的投资者不会卷入公众的热情之中，他会等待合适的加入机会。他们说"是"的次数不是那么经常。巴菲特回忆起，当他为格雷厄姆－纽曼工作的时候，大多数情况下，在格雷厄姆分析了那些可能购买的股票之后，都拒绝了他的推荐。巴菲特说，格雷厄姆不会轻易购买一只股票，除非各种情况都对他有利。从这段经历中，巴菲特学会了，对一个投资者来说，拥有说"不"的能力是一个极大的优势。

> 不要不敢说"不"。要评价所有的机会，就像你一生只能作出20个投资决策一样谨慎。

巴菲特相信，今天太多的投资者都不是等待为数不多的特别公司，而是觉得必须购买太多的股票，这些股票大多数都是很普通的股票。为了强调格雷厄姆的教育，巴菲特经常用穿孔卡片进行比喻。他说："每个投资者都应当这样行动，就好像他有一个终生决策卡，卡上只能打20个孔。每作出一项决策，就在卡上打了一个孔，在余下的时间里他就少了一个孔。"[2] 如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者能受到这样的控制，他们就会耐心地等待好的投资机会出现。

3. 真正的投资者能保持理性。他们在一个思维清楚的基础上走向市场和世界。他们既不过于悲观，也不会不理性地过分乐观；相反，他们保持逻辑性和理性。

巴菲特发现了一种很奇怪的现象，很多人习惯上都不喜欢对他们最有利的市场，却喜欢总是对他们不利的市场。当市场价格上升的时候，他们就觉得乐观，而市价下降的时候，就觉得悲观。如果他们再进一步，把这种情绪变成行动的话，他们会怎么做呢？在低价卖出，在高价买进，而这不是利润最大化的战略。

当投资者愉快地认为，不知怎么，命运在冲他微笑，而且他的股票就是那只将要起飞的股票，那种盲目乐观的情绪就会抬头。当大家都怀着一种不切实际的高期望的时候，这种盲目乐观的情绪就特别普遍。盲目乐观者认为没有必要进行基础研究和分析，而正是这种研究和分析能说明，谁将是最后的赢家。

不适当的悲观情绪，不论是针对某个公司，还是针对整个股市，都会刺激投资者在不恰当的时候出售股票。在巴菲特看来，当其他人都感到悲观的时候，真正的投资者应当感到高兴，因为他能看到事情的真相：这是以低价买进真正优秀的公司的最好时机。他说，悲观情绪是“引发价格下挫的最主要因素……我们希望在这种环境下进行交易，不是因为我们喜欢悲观情绪，而是因为我们喜欢这种情绪带来的价格。乐观情绪是理性购买者的敌人”。[3]

1979 年，巴菲特为《福布斯》杂志写了一篇名为《你在股市上花大价钱买了个愉快协议》的文章。当时，道·琼斯工业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均数稍稍低于账面价值；股票的平均资产收益率为13%；债券利息率在9%～10%之间浮动。但是大多数退休金经理人还是优先选择了债券。

在这篇文章中，巴菲特为这种不合逻辑的选择作出了一个可能的解释：也许投资组合经理人觉得最近形势不明朗，因此最好还是不要进行证券委托。巴菲特说，这种心理，必须承认“未来形势永远都不会明朗”，而且“你为愉快协议支付了大价钱”。[4]

当然，投资者的乐观或悲观程度都反映了他对未来的想法。预测未来将要发生的事情最多只是机警的，但是，如果乐观（或悲观）情绪是以情感为基础而不是以分析研究为基础，那么这种预测就完全是愚蠢的。巴菲特曾经说过，“股票预报员的惟一价值就是使运气发布者看起来不错”，他从来不去预测市场何时会上扬，何时会下跌。[5] 相反，他一直关注着整个市场的情绪变化，并据此采取行动。他解释说：“我们只是希望自己在其他人贪婪的时候保持警惕，而在其他人恐惧的时候贪心一点。”[6]

市场先生

为了向学生们展示情绪和股市的变化是多么紧密地联系在一起，同时，也为了帮助他们认识到屈从于情感是多么愚蠢，格雷厄姆创造了一个寓言式的人物，他的名字是“市场先生”。巴菲特经常把市场先生的故事讲给伯克夏的股东们听。

假设你和市场先生是一家私人公司的合伙人。每一天，市场先生都会向你报价，或者是他想要买进你的份额的价格，或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者是想向你出售他的份额的价格。你们俩共同拥有的这家公司很幸运地保持稳定的经济增长，但是，市场先生的报价却变化很大，因为市场先生的情绪很不稳定。有时候，他非常高兴也非常乐观，他只看见前方的美好前景，这些时候，他对你的股份出价很高；另外一些时候，市场先生很沮丧，情绪也特别悲观，他看不到别的，只能看见前方麻烦不断，这时候，他的报价就非常低。

市场先生还有一个可爱的特点，格雷厄姆说，他从不介意遭到拒绝。如果他的报价没有被接受，第二天他还会来，带着新的报价。格雷厄姆警告自己的学生，起作用的是市场先生的钱夹，而不是他的聪明。如果市场先生表现出坏情绪，那么你就可以不管他或利用他，但是，如果你受到他的影响，你将遭受惨重的损失。

“如果投资者因为市场上自己所持股票的价格发生不合理的下跌，而感到惊慌并想逃离市场或感到担心，那么他就把自己的基本优势变成了基本劣势。”格雷厄姆这样写道，“如果这个人的股票根本没有市场报价，他就会致富，因为那样，他就不会遭受别人的判断失误给他带来的精神痛苦。”[7]

要想获得成功，投资者需要好的商业判断力和保护自己不受市场先生引起的精神旋风影响的能力，二者缺一不可。巴菲特成功的一个非常重要的因素是：他总是能够使自己摆脱股市的情绪作用。他认为是本·格雷厄姆和市场先生教会了他如何远离市场的愚蠢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当市场先生遇到查理·芒格

60多年前，本·格雷厄姆引入了市场先生，自从他开始写下市场中存在着不理性，到现在已经有60年了。然而，在这些年中，投资者的行为却几乎没有明显的变化。投资者的行为仍然是不理性的。每天仍然发生着愚蠢的错误，恐惧和贪婪也仍然充斥在市场中。

通过各种学术研究和调查，我们能够追踪投资者的愚蠢。如果我们遵循沃伦·巴菲特的指引，我们也能够把他人的恐惧或贪婪转化成我们的优势。但是，为了充分了解投资中情感的动态变化，我们转向另一个人：查理·芒格。

芒格的兴趣范围非常广泛，他的知识的广度和深度具有传奇色彩。他能够流利地说出心理模式框架，这些心理模式中的核心概念来自多个领域，综合形成了真正的智慧。在这儿，我们只对一个领域感兴趣：心理学。

芒格对心理如何影响投资者的理解，以及他坚持认为应当对此加以考虑，这些都极大地影响了伯克夏·哈撒韦的运行。这是他最深刻的成就之一。

特别是，他强调那种他称为错误判断的心理学：在人的本性中，到底是什么使人们作出了错误的判断呢？

芒格的两步分析法

1. 看看事实：理性预期与概率。
2. 认真评价心理因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

芒格认为，关键的问题在于我们的大脑总是走捷径。我们总是过于轻率地直接得出结论。我们总是容易被误导，容易受到操纵。为了平衡这种趋势，芒格形成了一套良好的心理习惯。"个人来说，我现在使用一种两步追踪分析方法。首先，理性地考虑真正支配各方利益的因素是什么？第二，大脑下意识地自动做那些大体上有用但是经常发挥错误作用的事情的时候，有什么潜意识的影响？"（OID）[8]

行为金融

在许多方面，查理·芒格都是一个真正的先行者。早在其他投资专业人士还没有注意到的时候，他就已经考虑和谈论市场行为的心理方面了。但是，这只是变化的开始。在过去几年中，我们已经看到了是什么引起了革新——一种通过人的行为模式看待金融的新方法。这种方法综合了经济和心理两个方面，被称为行为金融，它直到现在才走出大学的象牙塔，成为投资专业人士的一个正式话题。

具有讽刺意味的是，关于这个题目的最好的学术作品来自芝加哥大学经济系，芝大以其诺贝尔获奖者而闻名，这些获奖者以理性投资者的有效市场理论为假设前提。但是，理查德·泰勒（Richard Thaler），康奈尔大学前经济学家，加入芝大的目的只有一个，那就是质疑投资者的理性行为。

行为金融是一项调查研究，它试图借助心理学理论解释市场的无效性。学术界人士，包括泰勒，注意到人们在处理自己的财会事务时，经常会犯愚蠢的错误和作出不合逻辑的假设前提，于是开始探求更深的心理因素，试图解释人们思想不合理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的原因。在这个相对新的领域中，我们所了解到的不仅对聪明的投资者非常有用，而且也是非常令人着迷的。

过度自信

几项心理学研究已经发现，人们判断失误是由于过度自信。调查大量的人，问问他们，有多少人认为自己的驾驶技术比一般人好，绝大多数被调查的人都会说自己是优秀的驾驶员——这样就有一个问题：谁是糟糕的驾驶员呢？在医疗专业还有另一个例子。当被问到的时候，医生们都说自己有 90% 的信心能诊断出肺炎。事实上，他们只有 50% 的准确率。

自信本身不是一件坏事。但是，过度自信是另外一回事，而且，在处理财务时，过度自信的害处特别大。过度自信的投资者不仅自己作出愚蠢的决策，而且他们作为一个整体对市场有很大的影响。

作为一条规律，投资者们总是非常自信，认为自己比别人聪明，而且能选中将来获利的股票——或者，最差，他们也能挑中更聪明的资金经理人，这些经理人能胜过市场。他们有一种趋势，总是过高地估计自己的技巧和知识。他们一般都依赖那些他们相信的信息，而忽视那些他们不相信的信息。另外，他们倾向于评价那些大家都能获得的信息，而不是去发掘那些没什么人知道的信息。

过度自信解释了为什么如此多的资金经理人都作出了错误决策。他们对自己收集的信息过于自信，而且总是认为自己比实际上更正确。如果股市中所有的人都认为自己的信息是正确的，而且自己了解一些别人不了解的信息，结果就会出现大量的交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过度反应偏见

泰勒指出几项最近的研究，这些研究都反映了人们过于强调偶然事件，误认为自己看到了一种趋势。特别是投资者倾向于强调最近的信息，并根据这些信息作出判断。这样，在他们看来，最近的收入报告能够反映出未来的收入。他们相信自己看到了别人没有看见的东西，于是根据肤浅的推理作出迅速的决策。

当然，过度自信在这儿也起作用。人们认为自己比别人更清楚地了解这些数据，而且能更好地解释这些数据。但是，还不止这些。过度反应加重了过度自信的恶果。行为学家已经知道，人们一般对坏消息反应过度，而对好消息反应却很慢，心理学家称之为过度反应偏见。这样，如果短期收入报告的情况很糟糕，那么投资者的典型反应就是突然的、不妥当的反应，这种反应必然对股价造成影响。

泰勒把这种过度强调短期业绩的现象描述为投资者“近视”（视力近视的医学名词）。他相信如果没有收到月度报告，大多数投资者都会更富有。在与其他行为经济学家合作进行的一项研究中，他用一种戏剧化的方式证明了自己的观点。

泰勒和同事请一组学生把假定的投资组合在股票和短期国库券之间分配。但是，首先，他们让学生们坐在电脑前，模拟投资组合在25年后的收益。一半的学生能获得大量信息——这些信息包括股价的每一次变动，说明了市场的波动性质；另外一组学生只能得到以5年为标准的定期业绩资料。然后，泰勒请这两组学生为未来40年分配自己的投资组合。

那组得到大量信息——其中一些信息当然会提到损失——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的学生，只把投资组合的40%投入股市；而另外那组只得到定期信息的学生把投资组合的70%都分配给股票。泰勒每年都在国家经济研究局（National Bureau of Economic Research）和哈佛肯尼迪行政学院主办的行为学大会（Behavioral Conference）上发表演讲，他告诉听众："我给你们的建议是，投资到公司普通股票，然后不要打开袋子（不要频繁买卖——译者注）。"[9]

泰勒的另一项研究十分著名，这项研究说明了短期决策的愚蠢。他列出纽约股票交易所的所有股票，并把它们按照前5年的业绩排列。他挑出35个最好的（股价上升幅度最大的）和35个最差的（股价下跌幅度最大的），然后把这70只股票组成一个假想的投资组合。接着，他持有这个投资组合5年，然后发现，那些"差股"的业绩高出"优股"40%。泰勒相信，在真实的世界里，没有几个投资者能抵抗住第一眼看见股价下跌时的过度反应，这样，也就没有几个人能在"差股"股价开始上升时获利了。[10]

这些实验强调了泰勒的投资者近视观点——近视导致愚蠢的决策。为什么近视能引起这种不理性的反应呢？其中一部分原因涉及另外一种心理：我们避免损失的本性。

避免损失

根据行为学家所说，损失引起的痛苦远远大于获利带来的愉悦。泰勒和其他人所做的许多实验已经说明，人们需要两倍的积极来战胜消极。如果打一个50:50的赌，胜负机会完全相等，那么大多数人都不会冒任何风险，除非潜在的获利是潜在的损失的两倍。

这被称为不对称损失位移：向下趋势的影响比向上趋势的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响要大得多，这是人类心理的基本点。应用到股市中，它意味着投资者遭受损失时感觉的糟糕程度是他们选择了绩优股时的好感觉的两倍。这种推理在宏观经济理论中也可以觅得踪迹。在经济繁荣时期，消费者通常提高其购买力，每创造 1 美元的财富，他们都要提高 3.5 美分的购买力；但在经济滑坡时期，消费者降低开销的程度是繁荣时期提高的数额的两倍（6 美分）。

对损失的偏差使投资者们过度保守，并为此付出巨大代价。我们都希望相信自己作出的决策是正确的，因此我们总是长时间地坚持错误的选择，心里怀着模糊的期望，希望事情终究会好转。由于我们没有出售自己的差股，我们就不曾直面自己的失败。但是，如果你不卖出错误选择的股票，你就丧失了重新投资获利的潜在机会。

心理会计

行为金融的最终方面值得我们加以关注，心理学家称之为心理会计。它指的是，我们会随着环境的变化而改变自己对资金的看法。我们在心理上都倾向于把资金放到不同的“账户”中，这一点决定了我们如何考虑运用它们。

用一个简单的情况说明这一点：假设你和你的配偶刚刚从晚会上回家。你拿出钱包，想给在家照顾小孩的钟点工支付薪水，却发现你以为在的 20 美元并不在钱包里。于是，你在开车送钟点工回家的路上，从 ATM 机里又取了 20 美元。第二天，你在外衣兜里找到了原先的 20 美元。

如果你和大多数人一样，那你就会有一种高兴的感觉，认为外衣兜里的 20 美元是“意外的”钱。尽管开始的 20 美元和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后来的 20 美元都是从你的存款账户中取出来的，都是你努力工作获得的报酬，但是你认为握在手里的 20 美元是你意料之外的钱，你感觉自己可以随便花这些钱。

理查德·泰勒又一次用有趣的学术实验说明了这个概念。在研究中，他把人们分成两组。第一组中的每一个人都得到 30 美元，并有两种选择：（1）把钱放进兜里然后离开；（2）在掷硬币游戏中赌博，猜中就能赢 9 美元，猜不中就会输掉 9 美元。第一组中的大多数人（70%）都参加了赌博，因为他们算计，最差他们还能得到 21 美元的意外之财。

第二组的每一个人有另外的选择：（1）参加一个掷硬币的赌博，赢了将得到 39 美元，输了会得到 21 美元；（2）不参加掷硬币赌博就会得到 30 美元。结果，超过一半的人（57%）决定拿那笔确定的钱。这两组人面临同样的机会和同样数量的钱，但是实验的结果却大相径庭。[11]

实验的意义很明显：要完全理解市场和投资，我们必须先了解自己不理性的一面。对投资者来说，研究错误判断的心理与分析平衡表和收入报告一样有价值。你可能会精于评价公司，但是，如果你不花时间了解行为金融，要想提高投资业绩就非常困难。

> 了解不理性是人性的本质与了解如何阅读平衡表和收入报告一样重要。

风险承受能力

强磁铁可以把附近所有含铁的东西吸附过来，这在某种程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度上，与投资者的风险承受水平可以吸附金融心理的所有因素是一样的。心理学的概念是抽象的，但是，在日复一日的买进和卖出活动中，它们又是实实在在的。而贯穿所有这些决定的线索就是你如何看待风险。

在过去的几十年里，投资专家花费相当大的精力帮助人们评价自己的风险承受能力。起先，它好像是一个非常简单的任务，通过面谈或书面调查，能为每一个投资者构建一个风险框架。麻烦在于，人们对风险的忍受程度是建立在情感之上的，这就意味着它会随着周围环境的变化而变化。当市场急剧下跌的时候，即使那些风险框架是“进取型”的投资者也会非常小心；在市场繁荣时期，进取型和被认为是保守型的投资者都会购买更多的股票。

还有另外一个因素也起作用，这个因素把我们又带回过度自信的概念中。在我们的文化中，敢冒风险的人非常令人钦佩，投资者们都受这种人性趋势的支配，以为自己可以承受某种程度的风险，但实际上却不是这样。他们的行为被心理学家 D·G·布鲁特（D. G. Pruitt）称为“沃特·米提效应（Walter Mitty effect）”。[12]

20 世纪 30 年代，詹姆斯·特伯（James Thurber），美国最伟大的幽默作家之一，写了一篇短喜剧，名为《沃特·米提的秘密》，后来被拍成一部令人难忘的电影，由丹尼·凯尔（Danny Kaye）主演。沃特是个温顺的、像老鼠一样的家伙，他完全受他那蛮横而尖酸的老婆的控制。他总是做白日梦，在梦中，温和的沃特神奇地变成了一个勇敢的、勇往直前的英雄，他总是在需要的时刻拯救世界。一分钟前，他还深陷痛苦之中，担心自己忘记了老婆的差事；一分钟后，他是一名无所畏惧的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

轰炸机驾驶员，单独执行一项危险的任务。

布鲁特相信，投资者对市场的反应和沃特·米提对生活的反应很相似。当股市上扬的时候，他们在自己眼里变得很勇敢，敢于冒更大的风险。但是，当股市下挫的时候，投资者们都拥向出口，逃离股市，跑到看不见的地方去了。

我们如何才能克服沃特·米提效应呢？可以通过找到一种衡量风险承受能力的方法，这种方法要尽可能地考虑到各种情形，或者考虑标准评价问题表面之下的东西，并调查心理驱动问题。几年前，在和维纳奴瓦大学（Villanova University）的加斯汀·格林（Justin Green）博士的合作中，我设计了一种风险分析工具，这种工具不仅注重更明显和更直接的风险因素，还注重人的个性。在从理论上和实质上研究了风险承受的著作后，我们归纳出了几项重要的统计因素和个性倾向，如果将这些因素和倾向放在一起考虑的话，有助于人们更准确地衡量自己的风险承受能力。

什么样的人能承受风险？

- 那些相信自己能控制生活的人。
- 那些设定目标指导自己的行动的人。

我们发现风险承受倾向与人性的两个因素相关：性别与年龄。年纪大的人们较之年轻人更不愿意承受风险，而女性通常比男性更谨慎。这点显然与富裕程度没有关系，有钱或没钱似乎对风险承受能力并无影响。

对我来说，最有趣的一个发现涉及性格特点。我们发现，有两个特别的性格特点与风险承受能力紧密相关：个人控制倾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向和成就驱动力。个人控制倾向指人们感觉自己能够影响环境和根据环境作出决定的倾向，根据我们的研究，那些相信自己有这种控制能力的人更能承受风险；第二个性格因素成就驱动力描述了人们受目标引导的程度。我们发现，能承受风险的人也是受目标引导的人，即使过于专注目标会带来强烈的失望。[13]

我们意识到，要揭开这些人格特点与风险承受能力之间的真正关系，投资者需要考虑自己如何看待风险产生的环境。[14]他们把股市看作是（1）一场输赢靠运气的游戏，还是（2）一种偶然的两难局面，在这个局面中正确的信息与理性的选择相结合会产生期望的结果。

根据我们的研究，有高度风险承受能力的投资者，是那些设定目标，并相信自己能够控制环境和影响环境的人。这种人把股市看作是偶然的两难局面，在这种情形中，信息和理性选择综合起来，会产生赢利的结果。

这会让你想起什么人吗?

我们所了解的每一件关于心理、风险承受能力以及投资的事情都在沃伦·巴菲特身上得到体现。他忠于自己的研究，而不是相信运气；他根据信息作出理性的选择；他相信自己能够控制环境，并且能通过自己的决策影响最终的结果；他的行为源于认真思考设定的目标，而不是受短期事件所左右；他了解风险的真正因素，并能满怀自信地接受各种后果。

早在有行为金融这个名称之前，有几个“叛徒”就已经理解和接受了这种思想，比如沃伦·巴菲特和查理·芒格。巴菲特经常说，他从本·格雷厄姆那儿学到的最有价值的事情之一是，对股市有一个真正的投资者的态度的重要性。“如果你有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种态度，”巴菲特说，“你就走在了99%的股民的前头。这是一个巨大的优势。”（OID）[15]

格雷厄姆说，形成投资者的态度，就是对股市的各种必然升降做好心理上和金融上的准备。不仅仅是从理智上知道股市会下挫，而是在股市实际下挫的时候，已经做好了情感上的准备，能对此作出正确反应。在格雷厄姆看来，一个投资者的正确反应与一家公司所有人面对毫无吸引力的价格时的反应一样：不理它。

当价格突然下跌时

1. 不要惊慌；不要急着出售。
2. 重新评估你持有股票的公司的长期经济状况。
3. 如果公司的经济状况没有改变，买入更多股票。

旅鼠与从众心理

旅鼠，一种居住在冰原地区的小型啮齿目动物，以其奇特的、自我毁灭式的集体赴海迁徙而闻名。在正常时期，旅鼠在春季迁徙季节会到处迁移，寻找食物和新的住处。然而，每3到4年，就会发生一些很奇怪的事情。由于旅鼠的高繁殖率和低死亡率，旅鼠的数量开始上升。一旦旅鼠的数量开始膨胀，就有一些旅鼠在夜幕的掩护下开始奇怪的迁移。很快，这个大胆的群体开始在白天活动了。别的旅鼠不断加入这个群体，直到形成我们所说的，如果指人的话，一群民众。遇到障碍的时候，这群旅鼠会惊慌，会冲过或越过障碍，这样就损失了一些旅鼠。当这种行为加剧的时候，旅鼠就开始向它们平常躲避的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动物挑战。这种残忍的行动会一直持续下去，尽管很多旅鼠在路上会饿死、被掠食或者死于其他事故，大多数旅鼠还是会到达海边。它们跳进海里，并且向前游，直到它们精疲力竭而死。

人，不用说，不是旅鼠。但是从伊索（Aesop）以来的每一位老师都知道，动物可以向我们展示许多人性的东西。特别是，观察旅鼠使我们了解到大众行为的心理，这是股市生活的一个关键事实。

因为金融市场受大众行为的强烈影响，投资专业人士长期以来对人类行为心理的理论十分感兴趣。本·格雷厄姆讲了一个故事以说明某些投资者的不理性行为，巴菲特在伯克夏·哈撒韦 1985 年的年报中讲述了这个故事。

一个石油勘探者死后进入天堂，圣彼得（ST. Peter）迎接他的时候带来一个坏消息。“你是天堂的居民，”圣彼得说，“但是，你看，留给石油人的住处都挤满了人，没有办法把你塞进去了。”这个人想了一会儿，请求圣彼得让他对现在占据那儿的人们说一句话。圣彼得想，这不会造成什么损失，就同意了。这个石油勘探者把手围成喇叭状，喊道：“地狱里发现了石油。”立刻，大门打开了，所有的石油人都拥出来，往下界而去。圣彼得深受震动，他邀请这位石油勘探者进去，并可以自由自在地待着，可是这个人犹豫了。“不，”他说，“我想我还是跟着其他人一道去看看。这个谣言也许有点准呢。”[16]

巴菲特总是感到很迷惑，华尔街有那么多受过良好教育的、经验丰富的专业投资人士，可是在市场上却没有更符合逻辑、更理性的力量。事实上，机构投资者占的比例最大的股票是价格波动最大的股票。巴菲特说，股价的大幅波动，与机构投资者那种旅鼠式的行为更相关，而不是与这些投资者持有的公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的总收益更相关。

如果你加入大众的行动，你被踩伤的风险会更大。

巴菲特说，大多数投资组合经理人无法超越主要指数，这并不是智力方面的原因，而是决策的过程造成的。他认为，大多数机构决策是由一群人或某个委员会共同作出的，这些人或委员会都怀有强烈的愿望，希望与通常的投资组合安全保障行动一致。这些替代资金经理人的机构把“安全”等同于“普通”。追随标准的投资分散化行为，不论是理性的还是不理性的，都不是独立思考的结果。

“大多数经理人，”巴菲特说，“都不希望做那种‘理智的但是某些时候看起来像白痴一样’的决策。他们的个人收益或损失太明显了：如果一条反传统的决策收到良好的效益，别人会拍拍他们的背；可是如果效益很差，他们就会被解雇。”

巴菲特的结论很简单：要得到最好的超出平均水平的机会，投资者必须愿意与大众背道而驰，必须不加入其他旅鼠的自杀行动。这对于个人投资者来说更简单，因为他们不受同样的成功标准的束缚。正如巴菲特所说：“缺憾就在于走传统的道路。作为一个群体，旅鼠的名声可能很糟糕，但是单个旅鼠从来不会受到不好的描述。”[17]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章
新的机遇，永恒的准则

New Opportunities, Timeless Principles

任何研究沃伦·巴菲特多年的人都会受到彻底的教育，包括在银行、保险公司和金融服务公司的经济状况方面；在饮料和剃刀刀片公司的经济状况方面；在媒体和娱乐公司的经济状况方面。他对这些行业的评价和他向这些公司投资的结果，被那些阅读伯克夏年报的读者们如饥似渴地吸收着，因为他们知道，他们正在向一位高明的老师学习有价值的课程。

认真阅读伯克夏年报的读者也可能注意到了一个重要的趋势：年报上描述的大多数公司都是股本数额大的、以美国为基础的公司。一般说来，巴菲特在过去20年购买的所有普通股票都是这种类型的。他在高科技股票、国际公司或小资本公司中出现的次数不多。

这有一个连续性的原因。在考虑这些选择的时候，巴菲特总是强调经济上的确定性，而且他更倾向于国内熟悉、透明的会计标准，而不是国外难查找的、模糊的会计标准。因此，我们不应对他避开高科技公司感到吃惊：这个行业的发展快速，无法提供巴菲特要求的长期经济确定性。同样，我们也不应对巴菲特认为外国公司信息太少而吃惊，外国公司的会计标准不同于美国所使用的通常可接受的会计准则。我们也了解到，伯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克夏·哈撒韦的大量资金基础使得巴菲特必须把投资集中在大型公司，这些公司反过来能产生有意义的利润。

但是，由于巴菲特并没有为这三种股票留下可供追踪的线索，这是否意味着你也应该避开这些公司？绝对不是。我坚信，沃伦·巴菲特的准则是向任何公司、任何行业、任何市场进行投资的很有价值的路标。

超越巴菲特

你是否决定抓住这些非巴菲特领域的机会，主要和你的投资性情相关。关键的问题似乎是，你需要何种水平的确定性来推进你的投资进程。巴菲特，就像我们所知道的那样，需要很大的确定性。他寻找的公司实际上是在未来 10 年或 20 年收益确定能增加的；如果确定性达不到，他就不会投资。这和他的个人经历、他受到的本·格雷厄姆的教育以及他个人的心理状况有关。

你可以不同。事实上，我猜测，每个个人投资者对确定性的要求都有所不同。解决的办法在于了解自己对确定性的要求，然后在你要购买的公司确定性不足时，作出必要的调整以进行补偿。

我可以说得清楚一点：巴菲特的两个市场准则——决定内在价值，只在价格低于内在价值时购买——是不可动摇的。但是其他 10 条准则你可以根据个人情况加以调整。你可以决定，在只有 9 条准则，或只有 8 条准则，或不论多少条准则得到满足的时候仍然前进并买下股票。没有人会站起来反对你，你的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决策必须让你自己感到舒服。

当确定性低于你所要求的水平时，你有两个办法进行调整：

1. 提高安全边际。
2. 减少这次购买的分量。

记住，安全边际来自你能买下股票的折扣。分量指的是这只股票在你的投资组合中所占的比重。

确定性程度越低，需要做的调整就越大。如果你对某支股票很感兴趣，但是，假如这只股票只满足 10 条商业、管理和财务准则中的 8 条，那么，你可能要求在安全边际大于 25%、50% 或你要求的保障确定性的任何比例时，才会购买这只股票。另外，你第一次购买的股票应当只占你的投资组合的很小比例。另一方面，如果你考虑购买某只满足所有 10 条准则的股票，你的安全边际就可以低得多，并且你可以大胆行动，买进大量的股票。

在本章中，你将看到比尔·米勒（Bill Miller）、沃利·韦茨（Wally Weitz）和麦森·霍金斯（Mason Hawkins）这三位著名而又受人尊敬的专业投资者，他们把巴菲特的方法成功地运用到了科技、小资本以及国际性股票中。就像他们从巴菲特那儿学到了很多东西一样，我们也能从他们的经历中学到很多东西。

如何弥补确定性不足

1. 坚持更大的安全边际。
2. 少量购买。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科技股票

由于伯克夏·哈撒韦不拥有任何科技公司，许多人以为科技公司是无法让人有信心对其加以分析的群体，否则巴菲特早就这么做了。

这么想就错了。

巴菲特承认他觉得自己没有能力理解和评价科技公司。在伯克夏·哈撒韦1998年的年度会议上，有人问他是否会在将来某个时间考虑投资科技板块。“嗯，答案是不，”他回答说，“而且这可能是很不幸的。”

“我很敬佩安迪·格雷夫（Andy Grove）和比尔·盖茨（Bill Gates），”他继续说，“而且，我希望自己能把这种敬佩通过用资金支持他们转化成行动。但是说到微软和英特尔，我不知道10年后的世界会是什么样，而且我也不想玩那种对手占优势的游戏。我花所有的时间考虑明年的技术，但我仍然可能是分析这个行业的第100、第1000甚至第10000个聪明的人。确实有人能够分析这个行业，但是我不行。”（OID）[1]

查理·芒格也是这种想法。“我们没有投资高科技行业的原因是，我们不具备这个行业需要的特殊才能。投资非高科技公司的优势在于我们认为自己可以透彻地了解这些行业，对高科技行业却不行，而我们宁愿和我们了解的事务打交道。”（OID）[2]

多年来，巴菲特之后的资金经理人约束自己远离高科技公司，因为巴菲特没有投资于这个领域。他们错误地认为自己无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法分析这个新的行业，现在，他们发现自己远离了天才竞争者的行列。许多以价值为导向的资金经理人避开科技公司的另一个原因是，这些公司表现出来的特点通常与增长公司相关：高的价格收益比、高的价格与账面价值比以及没有股息。价值投资者青睐那些价格收益比低、价格与账面价值比低以及股息分配更高的股票，他们倾向于考虑与价值被高估具有相反特点的股票，而且他们说不出原因。

这两个避开科技股票的原因都表明，关于投资者如何评价股票的知识非常缺乏。巴菲特提醒我们，任何股票的价值都与它的价格收益比、价格与账面价值之比或股息额无关。决定股票或任何其他投资的价值的惟一办法，是把未来现金流转化成现值。他指出，增长只是与现金流有关的计算的一部分。巴菲特说："在我们看来，这两种方法（价值和增长）最终会合成一个。"[3]

这个寓意很清楚：表明自己倾向于"价值"方法而非"增长"方法，不是解释你避开科技股票的充足理由。不要担心你不能对某些特定股票正确地评定价值。所有的股票都可以以同样的方法评定价值：用巴菲特的方法决定其未来现金流，然后把这个现金流折现。这个方法总是正确的，不论你谈论的对象是饮料还是软件。

莱格·麦森（Legg Mason）的比尔·米勒

比尔·米勒在投资界很有名。他被评为1998年度证券经理人，1999年又被评为年度证券经理人。在《商业周刊》1999年6月发表的题为《价值投资的英雄人物》的文章中，只提到了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5个人：本杰明·格雷厄姆、戴维·多德、约翰·伯·威廉姆斯（John Burr Williams，发明了股息折现模型）、沃伦·巴菲特以及比尔·米勒。

米勒以其运用价值投资概念、受教于沃伦·巴菲特以及成功地把这些教育运用到一般性的新经济和具体的科技股票而著名。比尔的道路给人留下了深刻的印象，我们能从研究他的方法中学到很多东西。

1982年，莱格·麦森，一家设在巴尔的摩的经纪和资金管理公司，把它的旗舰共同基金——价值信托投入市场。从1982年到1990年，价值信托由莱格·麦森研究部前主任厄尼·凯尼（Ernie Kiehne）和聪明但未经考验的比尔·米勒共同管理。

比尔进入资金管理公司的道路与一般人不同。当他的竞争对手们都在商学院学习现代投资组合理论时，比尔却在约翰·霍普金斯研究生院学习哲学；当其他受培训的资金经理人在读马克韦茨、夏皮以及法默的著作的时候，比尔却在阅读威廉姆·詹姆斯（William James）和约翰·戴韦（John Dewey）的作品。从研究生院毕业后，比尔做了很短一段时间的公司出纳，这段经历有助于他了解公司的运作。从那时起，他加入了莱格·麦森的研究部门，然后又在这个部门和厄尼·凯尼一起开始管理价值信托。

20世纪80年代，价值信托是两条准则的实践。厄尼遵循本·格雷厄姆的方法，买进那些价格收益比以及折扣与账面价值比低的公司。比尔采取了另外一种不同的方式。“我的方法，”他解释说，“是本·格雷厄姆和巴菲特详细阐述的理论性方法，即：投资的价值是未来现金流的折现值，窍门在于确定它的价值，这样就能理性地给资产定价，然后再以很大的折扣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买下来。”[4]

在20世纪90年代，比尔得以对价值信托行使完全的控制权，并开始把自己的投资方法完全贯彻到基金中。接下来发生的事情是20世纪90年代任何其他一般基金无法模仿的。因为，连续10年（从1991年到2000年），价值基金的业绩都超出了标准普尔500指数。

“比尔占据了有利形势，具有长远眼光，”拜瑞恩（Barron）的前职员艾瑞克·塞维茨（Eric Savitz）说，“从长远来看，你就会明白这些是怎么起作用的。”塞维茨，在为拜瑞恩的共同基金专栏撰写文章时跟踪了解了比尔的成功。他记得，比尔是个非常低调的人。“他是一个不事张扬的人。有很多资金经理人挤着想进CNBC，高谈阔论他们自己，但是，比尔不是那种炫耀自己的成功的人。不过，他是我所知道的对股票的见解最深刻的人。”[5]

今天，比尔为莱格·麦森管理基金管理着超过200亿的资产。他总是把价值信托的投资对象控制在30～40家之间，把他的投资组合的一半资产投资于10家公司，这种做法并非不同寻常。“比尔·米勒和沃伦·巴菲特之间有某些共性，”晨星的前编辑艾米·阿诺德（Amy Arnott）解释说，“他确实采用了一种非常低的转手率的战略，而且，他的投资组合与其他证券基金相比也非常集中。他为公司估值的方法与巴菲特非常相似，他们把现金流看作是公司内在价值的衡量方法。”[6]

即使是一个价值经理人，比尔也并非总是出现在风格区分栏的“价值”领域——几家金融出版社运用风格区分栏目做短期成就总结。如果你看看价值的其他衡量尺度，包括价格与收益比、价格与账面价值比，比尔并非总是完全属于这个类型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我们试图区分那些应当便宜的公司与那些不恰当地便宜的公司，”他解释说，“有许多公司的交易价值很低，价格在下跌，却并不具有吸引力。窍门在于把那些具有吸引力的公司与那些不具吸引力的公司区别开来。”[7]

“大多数价值投资者用历史价值来判断股价何时便宜何时贵，”他解释说，“但是，如果投资者只用历史模型，他们的价值方法就得依赖当时的环境。”换言之，历史价值模型只有在未来与过去非常相似时才会起作用。“大多数价值投资者面临的问题在于，未来在许多方面都与过去不同；”米勒说，“而且，重要的是，一个主要的不同是技术在社会中发挥的作用不一样。”

“事实上，我认为，在许多例子中，科技本身都非常符合沃伦·巴菲特的方法模式，”他继续说，“科技真的只是一个增强你的分析能力的工具包，它能帮助你在整个潜在投资领域中，选出那些最可能长期给你带来超过平均收益水平的投资。”[8]

从这个方面，我们可以看出有几家科技公司具有巴菲特认为最重要的特点：高的利润边际、高的资金收益、把利润再投资于快速增长的公司的能力和管理层的行动符合股东利益。困难之处在于估计公司的未来现金流，以便我们能把它折现，并对内在价值有所了解。[9]

“大多数想对科技公司估值的人的问题是，未来的情况是如此不确定，”莱格·麦森管理基金研究部主管利萨·派皮诺(Lisa Rapuano）解释说，“所以你必须考虑几种结局，而不能只考虑一种。从长期投资来看，这会产生更大的差异——在潜在未来利润方面。但是，如果你深入分析潜在收购公司的关键方面——市场的潜在规模、理论概率、公司的竞争地位——你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就能完全明白是什么造成了这些差异。这样，你就能减少不确定性。我们仍然使用现金流来衡量价值，但是我们也经常使用其他几个价值对象，而不是仅仅局限于一个。”

她进一步说：“由于科技是未来经济增长的真正动力，而且，由于许多赢利的科技公司在经营良好时确实能创造超大规模的收益，我们发现，高水平的分析确实是有回报的。它能带来比我们在其他行业所能找到的高得多的收益，即使考虑到它更大的不确定性，情况也是如此。”[10]

米勒指出，“重要的是，要记住，巴菲特希望把错误降到最低。除非他有绝对把握认为自己是正确的，否则他不会进行投资。这样，他的错误率就很低。”相反，比尔说：“我们对确定性的要求要低一些，特别是当我们考虑潜在的利润可能会非常大的时候。”大多数投资科技公司的经理人都面临着更高的错误率的可能性，所以，关键是要迅速发现错误并把它剔除出去。“这种策略的回报是，”他解释说，“当你遵循更广阔的思维综合模式时，你所获得的潜在利益会比那些自然发生的小错误所带来的损失大得多。”[11]

我们已经知道，避免那些未来不确定的公司（像科技公司）的风险的一个好办法是，对每一笔购买都要求更高的安全边际。另一个办法是降低每股的分量。现在还有一种策略：把科技股票和由稳定的、可预测的公司组成的投资组合综合在一起。

比尔提醒我们说，“就像其他新事物一样，你必须花时间了解它。我想，许多人都是怀着不正确的想法走近科技的。他们相信，科技很难了解，所以他们也不打算了解它。他们已经提前作了决定。”这种对世界的狭隘看法有一个可以看得见的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后果：使人们看不到实际发生的事情。“是的，人们还在买可口可乐和吉列刀片，也还在使用他们的美国运通卡，”比尔解释说，“但是，他们也用美国在线和微软的软件，也买戴尔电脑——而这是普遍存在的。”[12]

选择科技公司是21世纪的特权。

特权因素

沃伦·巴菲特教导我们说，能拥有的最好的公司，是有最好的长期发展前景的公司，是特许公司——出售人们所需要或喜欢的产品或服务，没有类似的替代品，并能创造出利润的公司。他经常说，下一个好运气将由那个找到这种新特许公司的人创造。“我相信，科技公司是巴菲特的特权因素的现代版。”比尔·米勒说。

在巴菲特的消费产品世界里，特许公司的重要因素是品牌关注度、价格动力以及分享想法。在技术世界里，关键的特权因素包括网络效果、积极反馈、封锁以及增加收益。这些因素对于消费者的工具箱来说，是非常有价值的新工具，因为它们提高了我们给科技公司估值的分析水平。

1. 网络效果。当商品的价值随着使用网络人数的增加而上升时，那么就存在网络效果。一般来说，人们希望同大的网络相连接而非小网络。如果有两个相互竞争的网络，一个有500万用户，另一个有100万用户，那么新的用户倾向于选择更大的那个网络，因为大的网络更有可能满足他们与别的用户、更多的服务或网络提供的任何东西联系的需要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要抓住网络，重要的是要够快。这阻碍了已经建立的公司之间的竞争。这个想法最早是由鲍伯·麦卡夫（Bob Metcalfe），以太网标准的发明者和3com公司——一家网络公司——的创始人最先提出来的。今天，网络效果有时以“麦卡夫法则”而闻名。

2. 积极反馈。我们可以把积极反馈看作是网络效果的变形。它是行为心理学家B·F·斯凯纳（B. F. Skinner）所描述的人性中的行为因素。积极的经历给我们带来快乐或满足，而我们希望再次体验这种感觉。有些人对使用某些科技产品（或任何产品，在此意义上）有积极经历，他们有种趋势，希望再度使用该产品。积极反馈在公司中的纯粹效果就是强者更强，弱者更弱。

积极反馈是公司经济呈“S”形发展——三阶段发展——的原因之一。在第一阶段，增长相对缓慢；在第二阶段，由于积极效果发生作用，公司快速增长；当市场饱和后，增长放缓，就到了第三阶段。投资者必须对发展的“肘型”阶段——第一阶段末期和第二阶段开始之前的上升曲线——非常敏感。当销售和收益开始急剧下降时，积极效果又发挥作用了。

3. 封锁。封锁这个词是指一种机制及其结果。它利用了某种人类心理。当我们学会了做某事的一种方法后，我们就不再有兴趣去学其他的方法。

高科技产品——具体指软件——很难掌握。当投资者能够熟练使用某个产品时，他们强烈反对转而使用其他的产品。改变意味着需要学会一套全新的指令，而且经常是很难的指令。事实就是这样，即使竞争对手的产品被认为是更好的。

每一个使用键盘打字的人都被封闭进一个低级的体系。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种传统的打字键盘（英文名 qwerty，以键盘最顶端的一排字母命名）被故意设计成慢速的，当打字员快速打字的时候，长条的金属打字机键盘很容易被卡住。大量的实验已经表明，把键盘的字母换个方式排列会提高打字速度，但是每个人都知道现在的排列顺序，没有人想改变。

同样，大多数工程师都知道，贝它录像带在质量上比 VHS 录像带高级，但是 VHS 系统很快在市场上占据了主要地位。由于最初的主导地位，在录像带出租商店里，消费者选择 VHS 带子比贝它录像带能有更多的选择。这个自然的结果就是，较之贝它系统播放机，更多的 VHS 系统录像带播放机被销售出去。录像带的生产商们不想错过销售，就会生产越来越多的 VHS 系统的新产品。最后，贝它体系就完全被封锁了。

由于转换的成本非常高，某种产品或服务的使用者通常也是它的升级版的消费者。即使不涉及更高级别，人们仍然愿意待在同样的体系中，仅仅是因为他们愿意这样。在这两个例子中，封锁（有时被称为途径依赖）都自动地引起收益增长。

4. **收益增长**。把增长的收益当作积极反馈在经济上的变形。一家科技公司这样享受收益增长：首先，在开发产品的时候有一个实际发生的成本。然后，随着销售的增加（由于积极反馈和封锁），经济收益也有一个迅速地增加。由于在这时几乎不再需要资金的再投资，销售增长伴随的是可以忽略不计的成本。

考虑一下软件产品。最初可能花费上千万的钱进行开发，但是，产品开始复制之后，资金再投入就非常少。与传统生产商比较一下，要提高销售，传统的公司必须建立更多的工厂，重购设备，重新培训工人等等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对大多数科技公司来说，这些活动都是不需要的。随着积极反馈和封锁产生了数百万的消费者，这几百万消费者也正在为公司带来稳定增长的收益。

美国在线

美国在线（AOL）的成功基本上要归因于它从一开始就正确地抓住了互联网的概念。有些互联网的供应商把互联网看作是提供信息的一条途径（想想图书馆），而 AOL 把互联网看作是一个信息系统（想想电话系统）。从一开始，AOL 就和其他竞争对手不同，而且，由于这一点，它迅速地攀升到第一的位置。

比尔·米勒是最早认识到这种支配地位并理解其重要性的基金经理人之一。他购买科技股票，特别是购买 AOL 的行动使他受到了纯粹价值投资者的批评，但是他没有放弃。他对自己最初的决定很有信心，而且事实也证明了他是正确的。如果我们看看 AOL 的例子，并把它和巴菲特的准则对比一下，然后再和技术特权因素对比一下，就能很容易地看出原因。

美国在线和巴菲特的准则

美国在线是一家实力很强的公司，它并不完全符合沃伦·巴菲特的 12 条准则，但是比尔·米勒发现了很多补偿因素，并镇定自若地把这些准则抛在了脑后。

莱格·麦森研究部门的主管利萨·派皮诺，与巴菲特的 9 条准则相对比，总结了对 AOL 的看法。[13]

1. 简单并易于理解？是，也不是。“在某种意义上，以前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从来没有过这种公司。所以，比如说，分析新竞争对手进入的意义是很难的。另一方面，在一种纯粹的意义上，作为一个公司，它并不是全新的。这儿有消费者关系，因此每月都有收入，而且还有很多获得其他重要收入的机会，比如电子商务和广告。成本结构很容易理解，所以能很容易地分解公司，并理解何为公司的价值驱动器。稍微有一点儿困难的是广播，因为我们还没有一个完整的说明其工作情况的例子。”

2. 持续不变的经营历史？不。公司是全新的。

3. 良好的长期发展前景？“绝对的。”利萨说。它不仅是美国最大的互联网供应商，有相当大的利润，而且相对于竞争对手来说，它只会变得更大。

4. 理性的管理层？“他们能够在变化的前景和变化的技术中迎接竞争对手的挑战，做得令人难以置信的好。他们必须重新安排节奏以保持领先。”而一旦他们的领先稳定下来了会怎么样呢？“在这时候，最理性的事情是分配你的资金用于增长，因为你有这么好的机会。这就是他们所做的。他们作出了正确的决策。”

5. 反对行业惯性？当他们的主要竞争对手们，包括CompuServe（美国最大的在线信息服务机构之一——译者注）还在按表计价的时候，AOL已经大胆地转向了开放计价。“这样做有风险，但是问题是：我们怎样做才能走到前面呢？我们怎样才能真正改变游戏呢？他们在需要的时候采用了开放速率计价，在需要的时候改变了战术。他们做了需要做的事情，才获得了今天的地位。”

6. 坦诚的管理层？“他们一边前进一边学习，”利萨回忆说，“当我们第一次和他们合作的时候，他们非常坦诚。接着他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们熬过了一段非常艰难的时期。那时候，他们不知道该告诉你多少。然后，当他们最终到达目标的时候，他们说‘我们将告诉你任何你想知道的事情’。”

7. *以证券收益表示的现金收益?* 注意到早期的收益并不多，利萨接着说，“但是，最有趣的事是他们损失的钱比人们认为的要少。他们实际上并没有因为把市场资本化而创造财富，但是他们也没有像人们预计的那样损失那么多资金。关键是了解确实有某个点，在这个点以后，你不必再投入更多的资金，收益也会继续增长。”

8. *高的利润边际?* “非常高。公司增长最快的业务是广告业务，基本上是90%。”

9. *价值如何?* 利萨描述了莱格·麦森的多因素方法。“我们把业务分解，然后把它们与那些有相似业务的公司进行比较。首先，有定金交易模式，这基本上是AOL业务的大部分。AOL是如何与其他定金交易模式的公司，像电缆公司，进行比较的?此外还有零售交易业务。每次，AOL的客户进行电子商务购买的时候，AOL都要收取一定比例的售价，所以我们能够衡量这些。最后还有广告业务，我们像其他广告公司一样分析这些业务。我们只是把每一个部分分开——定金、零售交易以及广告——单独确定它们的价值，然后再把它们汇总。”

1996年，比尔·米勒开始为莱格·麦森价值信托购买AOL。当时，公司的市场资本大约有40亿美元。根据莱格·麦森的多因素模式判断，AOL的价值超过75亿美元，或每股75美元。根据这个计算，AOL是以46%的折扣进行出售的。即使这样，当比尔购买AOL的时候，他只投入了他的股票投资组合的1.5%。当然，今天，由于时代华纳的兼并，AOL已经成为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界上最大的传媒公司，每股股价为 50 美元，而比尔·米勒的原始股基础，经过分析调整，只有 1.75 美元。

美国在线与技术特权因素

比尔·米勒的天才在于，他能在别人看到之前发现某些事物。很久以来，他就知道，互联网将成为社会各个部分的巨大推动力量，而绝不仅仅是一时的流行。在 AOL 这个具体的例子中，他能看到特权因素正开始出现，甚至在公司的经济状况明朗之前就出现了。米勒一看见这些特权因素，就知道，这些迟早会在经济因素中得到反映，这只是个时间问题。其他人都在寻找经济状况，由于他们看不到这些，他们把 AOL 剔除出去了。

1. *网络效果*。由于 AOL 把自己定位为为人们提供了完整的交流体系，通过提供交流渠道——E - mail、聊天室、公告板、即时信息——让自己与众不同。因为 AOL 拥有正确的平台，它很快就开始获得网络效果。人们说，“我想进入 AOL 是因为我最好的朋友（兄弟、孙女、网球伙伴）在 AOL 网上。”很快，这种联系开始以强大的力量成倍增长，直到 AOL 变得如此之大，以至于每一个潜在的新成员全都选择了 AOL 而非其竞争对手。

2. *积极反馈*。因为 AOL 提供了很多用户需要的服务，大多数成员对每一种服务都有积极的经历，而且总想回来找到更多的好处。比尔·米勒能够衡量个人的使用情况，他知道 AOL 的用户们花在 AOL 上的时间越来越长。

3. *封锁*。从用户的观点来看，AOL 的技术并不是特别先进，但是封锁效果对公司很有利。用户们很快就习惯于以某种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

固定模式收发邮件，对变化不感兴趣。即使别的供应商能提供更好的服务，他们也不想再做改变。

更有趣的是公司转而按平价收费时所发生的事情。数以万计的因特网用户都觉得这是一个大便宜，天文数字的用户蜂拥而至，使得系统完全瘫痪。任何试图获得这一服务的人除了听到持续的忙音外，得不到其他任何东西。新客户感到生气，老客户感到愤怒，而媒体对这种情况的负面报道，又加重了用户的不满。股票分析家所关心的问题就是：人们是否又换了另外一家服务提供商？答案总是：没有，尽管有忙音和负面的大众评价，可会员人数还在持续增加。

一个特殊的注解：2000 年在奥玛哈举行的伯克夏·哈撒韦公司的年会上，巴菲特着重讲述了他自己如何看待那些经历了巨大的困难仍然能够幸存下来的公司。他提到了美国运通公司和沙拉油的故事，也提到了可口可乐公司引入新可乐配方时发生的事情。巴菲特说，我们可以将 AOL 加入到这个名单中。在这个公司，客户得到的服务一般，但是，会员一直在增加。这是非常有生命力的。

4. *不断增加的收益*。最初的资金投入已经很大，这些资金一旦到位，AOL 不需要增加任何新的资金就可以招募到数以百万计的新用户。请记住利萨·瑞皮诺的名言："不必一次将资金投入到位……收益也可以用来当作扩大再生产的投入。"

小型和中型资本公司

当投资组合经理做得比较成功以后，他们一般都要求管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更多的钱。良好的业绩会吸引来更多的客户。时间一长，这些人就会发现自己管理的资金不是几百万，而是几十亿美元。表面上看起来很奇怪的现象就产生了一个问题：一旦他们的资金到了这个水平，他们就只能迫使自己专注于大型资本公司，而忽略小型资本公司。

现在就说说它是怎样发挥作用的。如果你管理着 1 亿美元的资金，你决定把资金的 5% 投入一家公司，那么你可以很容易地把这 500 万美元投入大型资本公司的股票或小型资本公司的股票。如果小资本公司价值 10 亿美元，你的 5% 的投资只占公司市值的 0.5%。但是，如果你管理着 100 亿美元，并且决定用 5% 的资金购买这家公司的股票，那么你就买下了半个公司。(100 亿美元的 5% 为 5 亿美元。) 即使可以购买公司股票的一半，花费的时间也可能会是几周、几个月或者甚至几年的时间。这就是为什么管理大额资金的资金经理人不愿浪费时间和资金投资于小资本公司的股票的原因。

现在考虑一下沃伦·巴菲特和伯克夏·哈撒韦。手中有 300 亿可投资的现金，巴菲特不能轻易进入小资本公司。他没法购买足够数量的小型资本公司的股票，使它们的收益能够在伯克夏公司的收益表中显露出来。因为伯克夏公司有几十亿美元的资产基数，巴菲特不得不投资于越来越大的公司。

这种利润与资金成反比的结果就是巴菲特只有在他能够完全购买某个小公司时才采取行动。实际上，一份对伯克夏公司近年来私人业务的调查表明，这些交易一般都是小额交易，如：威利家具公司、CORT 商业服务公司、加司廷工业公司以及一些已经在第二章列出的著名的交易。有时，在这些交易中，全部的交易额也不到 10 亿美元。在所有这些案例中，巴菲特采用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的方法和他处理大型资本公司，如可口可乐公司时采用的方法相同，那就是观察整个公司的业务、公司的管理团队、财务状况以及交易价格。

我们都明白，如果有可能的话，巴菲特倾向于完全控股一个公司，而不是一部分股票，这样做是因为他可以对资本在各种层次上做决定。如果他不能买下整个公司，而仅仅拥有一个小型资本公司的几万股股票时，是不能给伯克夏公司几十亿美元的投资组合增值的。

当某公司每日交易的股票数量以及它的股票总量对那些拥有大量资金的机构经理没有吸引力时，我们称这种情况为缺乏流动性。这样的公司被称为“交易稀疏”。对个人投资者来说，一件很重要的事就是，某些时候，这些缺乏流动性的股票的价格与其真实价值会有偏差。如果人们留意的话，就会找到机会。

沃利·韦茨

1983 年，沃利·韦茨携 1000 万美元成立了自己的投资咨询公司。今天，沃利·韦茨和他的公司已经掌握了 50 亿美元的资金，包括个人基金、公司基金、捐赠和基金会的资金。公司的核心是 3 个著名而且非常成功的共同基金：韦茨价值基金、韦茨合作伙伴基金和韦茨·哈克瑞基金。前两个是针对中型资本公司的基金，后一个是针对小型资本公司的基金，这 3 个基金都拥有晨星最高级别的评价等级。

韦茨和巴菲特有许多共同点。他们两人都是内布拉斯加州奥玛哈的小公司出身，都将股票作为进入商界的手段。韦茨每一次研究股票时，他都努力设想，一个理智的买家有机会购买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该公司 100% 的股票时应当怎么做。在决定股票价值时，他看重该公司的赢利能力和它的价值，同时努力挖掘公司是否有持续的竞争优势：例如，公司是否有一些特殊的市场份额或者特许的权利？

和巴菲特一样，韦茨坚持投资于他能够理解的公司，经常将现金流远远大于运营资金的公司剔除出投资名单，选择那些具有聪敏而且诚实的领导层的公司。如果市场上有具有以上优点的公司，并且它的价格在安全线以内，韦茨会非常乐意成为这样的公司的主人。

韦茨也像巴菲特一样，喜欢持股好几年。他的公司经手的股票一般都保持很低的转手率（在 20% ~30% 之间）。韦茨说："我喜欢把股票攥在手里 20 年，因为转手的费用很高，这包括交易成本和上缴税费。巴菲特说他最喜欢的持股期限是永远，这当然有些夸张，但我确实愿意持股时间长一些。"[14]

沃利·韦茨在 20 世纪 70 年代开始了他的投资生涯。有一段时间，他在纽约的一家小证券公司做分析员。一天，他向一个投资经理诉说他的一个想法时，听到了关于沃伦·巴菲特的传奇故事。数年以前，这位投资经理曾经专门到奥玛哈，想给巴菲特兜售一个关于股票的想法。他按照典型的华尔街的方法向他解释，但他很快发现，巴菲特对企业运作的了解要比他多得多。这位投资经理告诉韦茨，现在回想起来，这是他上过的最好的一课。[15]

韦茨从来没有能够适应纽约快节奏的生活。对他来说，这个城市总在两个极端之间晃动。他认为，这个所谓的金融特区只不过是躁动症的典型代表。每个人都争先恐后地追逐最新的热门股票，而将许多绩优股在只显露一点点不如意时就抛掉了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在奥玛哈，生活节奏相对比较慢。投资者喜欢做长线，一只股票在手里握好几年是比较正常的事。更重要的是，一个不随波逐流的人会觉得在奥玛哈非常舒适。

“自从我 1973 年迁到这儿以后，一些朋友介绍我认识了沃伦·巴菲特，”韦茨回忆道，“我很快就对他发现、分析、解决问题以及抓住问题本质的能力很敬佩。这一点打动了我，我开始对伯克夏·哈撒韦公司产生了兴趣。”韦茨现在是伯克夏·哈撒韦公司的股东，并且从 20 世纪 70 年代开始，参加每年的年会。在早些年，只有一半左右的股东参加每年的年会。这些幸运的股东和巴菲特共度一个下午，和他一起讨论伯克夏或其他公司的事。从那时起，韦茨开始观察和研究沃伦·巴菲特的处事方式。

韦茨解释道：“我最先学到的东西就是，没有一个简单的公式可以套用。要想在投资领域成功，你必须非常了解公司。这家公司是如何运作的？它成功的原因是什么？不成功的原因又是什么？阻碍成功的最大障碍的本质是什么？它是否在法律方面拥有一些特权或拥有特殊优势？是什么使得考斯特考比卡玛特好？这些都是自己必须要问的问题，每一笔投资的情况都是不相同的。”

韦茨相信，对任何投资人来说，判断一个企业的现金流量是非常重要的事。这就是说，不要太拘泥于一般的会计原则，而应注重公司近期的现金流量。例如，一家有线电视公司或者一家蜂窝电话公司在基础建设方面投资了几十亿美元，那么，有一段时间，由于折旧和分期还款，它的收入将会被抵消。尽管从会计的角度来看，公司没有赢利，但是，因为它有巨大的现金流，我们还是应当对其进行投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在20世纪90年代早期，韦茨通过投资大大小小的有线电视公司挣了不少钱。他解释说："有线电视业是一个很棒的行业。尽管有卫星电视的威胁，但地方性的有线电视拥有排他的特许经营的权利。你拥有现今的用户。你也知道每一个用户要交多少钱。当前的营业额就在你的眼前，5年甚至更长时间的营业额也完全可以预测到。你可以计算出用户增加的数量，你也可以计算出频道增加的数目以及由此带来的价格的上升。当然，在这期间，市场会上升或下降，这会给投资者带来买进或卖出的机会。"

通过研究这些公司，韦茨和他的同事模拟出了营业额增加、价格增加以及频道增加的各种情况。因为基础设施的投资成本很高，相应的利息也非常高。但是，所有这些因素都是可以计算的，而且是可以预知的。"我们坐下来仔细研究各种情况，从最坏的到最好的。每一次我们都会问自己：'如果所有的坏情况碰到一起，我们还值不值得拥有这家公司?'在很多情况下，答案是肯定的。甚至在最坏的情况下，我们每年的投资回报率也会在15%以上。"

集中投资于小资本公司

较之于投资大公司，投资小公司的挑战会如何呢?韦茨说："理论上没有任何不同。"他相信投资小公司与投资大公司的分析过程是完全一致的。你寻找相同的变量：可预测性、现金流以及管理层的能力。不论公司的市值是1亿美元、100亿美元还是1000亿美元，你关注的因素是一样的。

"但是，实际上，"韦茨接着说，"投资小公司与投资大公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司是有些不同。”根据韦茨所说，大公司通常包含更复杂的层次。他们的年度报告和会计陈述更复杂，你必须剥离更多的层次。在一些大公司里，沟通渠道更加程式化，这样就使分析工作更容易。另一方面，在小公司，你能有更多的机会和管理层会面。

为什么多年来，大资本公司与小资本公司的股票表现存在巨大的差异？韦茨相信，答案与大多数经理人不断增长的资产基础有很大关系。当投资经理人发现自己管理的资金更多了时，他们就必须找到那些可以更容易进行大量买卖的股票。“但是，记住，这是外部市场力量，”韦茨说，“这与股票的分析差异几乎没有什么关系。”

小资本公司

- 除非它们已经获得了实质的市场份额，否则它们的潜在经济风险更大。
- 它们一般不太复杂，不太官僚。
- 它们的经理人通常更容易接近。

有意思的是，韦茨从未单独投资于小型或中型资本公司的股票。“中型资本分类是根据我们的投资组合的简单印象作出的，”韦茨说，“而不是出自我们的章程。我愿意持有大型公司，这样股票的流通从来不会成为问题，但是我也愿意持有非常小的公司。我有耐心积累这些交易不活跃的股票，慢慢改变自己的股东地位，而且，我愿意持有很长一段时间，所以我不必担心买进卖出这些股票。”[16]

韦茨可以向小公司投资大量资金，因为他的投资策略是保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持低水平的转手率。如果他是一名高转手率的经理人，每天都买卖大量股票，他就会发现，在小资本市场上操作非常困难。

今天，韦茨在哪里购买股票呢？“好主意成捆出现，”他说，“过去，我们从电缆和蜂窝电话公司赚到很多钱，而且当时，我们把投资的很大一部分投入这个领域。但是，今天，我们的大部分资金是投向金融领域。”大型金融公司的良好表现，全球运作以及强劲的增长机会，已经创造了一种形势，在这种形势下，小公司以大大低于其内在价值的价格进行交易。“它们的增长可能不会很快，而且许多人认为它们是糟糕的股票，”韦茨解释说，“但是，这并不意味着它们就不是以合适价格进行交易的好投资。比如，伴随着单亲家庭对普通房屋的抵押贷款，小公司以账面价值的一半的价格出售，而且管理层愿意买进股票——这就像不断从人行道上捡起一角的硬币一样。过程可能会很慢，但值得这样做。”

国际股票

1990 年，伯克夏·哈撒韦第一次实际性地投资于一家外国公司。这一年，巴菲特以 3 亿美元的价格购买了给尼斯 PLC（Guinness PLC）公司（英国产烈性黑啤酒之一——译者注）的 3100 万股股票。但是，它是世界上最大的酒精饮料公司，有两个主要的运行单元：联合蒸馏厂（United Distillers）和给尼斯酿酒厂（Guinness Brewing）。联合蒸馏厂生产世界上最畅销的苏格兰威士忌约翰尼·沃克（Johnnie Walker），以及其他流行品牌的苏格兰威士忌，包括贝尔氏（Bell’s，英国最畅销的苏格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兰威士忌）和戴佛白牌（Dewar's White Label，美国最畅销的苏格兰威士忌）。给尼斯酿酒厂是世界上第七大酿酒商，它的优秀品牌包括给尼斯烈性啤酒（Guinness stout，世界上领先的烈性啤酒）、哈普窖藏啤酒（Harp Lager）、克鲁坎普窖藏啤酒（Cruzcampo Lager）、史密斯韦克淡啤酒（Smithwick's Ale）以及凯利伯（Kaliber）。

据巴菲特说，给尼斯和可口可乐公司是同一种公司。两家公司的主要利润都来自它们的国际运作。“事实上，”巴菲特解释说，“从它们的利润来源上，一个大洲一个大洲地比较，可口可乐公司与给尼斯公司表现出非常强的相似性。”[17]然而，巴菲特对樱桃可乐非常着迷，他很快指出，他永远不会把这两家公司的饮料弄混。

研究收购给尼斯公司的时候，人们很容易就能发现这家公司是符合巴菲特的投资准则的。像可口可乐公司一样，它也是简单和易于理解的公司，有一段长期和稳定的经营史。尽管在像美国、大不列颠以及北欧这样的成熟市场中，酒精饮料的消费一直是平稳的，但是，发展中国家对这个产品的需求在稳步上升。给尼斯拥有高的利润边际、现金收益以及高的证券收益。用非常保守的现金收益增长率来看，显然，巴菲特是以相当高的安全边际购买给尼斯公司的。

令人惊讶的是，在接下来的几年中，巴菲特没有再为伯克夏·哈撒韦公司进行重要的外国公司收购。给尼斯，巴菲特一开始以 3 亿美元收购其股票的公司，就没有成为伯克夏公司主要的投资。1994 年，当巴菲特列出那些市值在 3 亿美元之上的持股公司时，给尼斯不在名单上，因为公司的市值已经跌落到 2.7 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1999 年，巴菲特又一次进入外国市场。他购买了联合多麦公司（Allied Domecq）2.2% 的股份。联合多麦是英国一家酒类和食品零售巨人，它拥有贝斯金－罗宾斯（Baskin-Robbins）和丹金斯多纳圈（Dunkin' Donuts）。

巴菲特并不反对国际投资。如果有选择的话，他更倾向于以大价钱购买美国的大公司，但是，并没有一道分界线禁止他去寻找海外公司。在伯克夏·哈撒韦 1999 年的年度会议上，他强调了一点，说他愿意投资于任何好的公司，只要他能理解公司，而且价格也是合适的。他解释说，几年前，伯克夏曾经向一家日本公司发出过收购邀约，但最后却没能成功，而且，最近，伯克夏又向一家德国公司发出了书面邀约。

当然，伯克夏的外国投资非常少，而且以美元计算无足轻重，所以，巴菲特没有给投资者一个符合他的国内投资理论的国际投资建议。但是，他的话很明显地表明，他进行国内购买所遵循的投资准则同样适用于国际投资。

如果你决定在下一次投资时进行跨国冒险，那么，你就可以把你熟悉的沃伦·巴菲特的准则作为你旅途的指南。即使这样，我们在观察那些先行者时，仍然会发现一些好的方法。幸运的是，我们找到了这样的先行者，他把巴菲特的准则运用到国际投资中，并极为成功。

麦森·霍金斯

1975 年，麦森·霍金斯在田纳西的孟斐斯设立了东南资产管理公司（Southeastern Asset Management）。今天，这家公司管理着超过 140 亿美元资产的机构账户，还有 4 家长叶合伙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Longleaf Partners) 共同基金，包括著名的长叶合伙基金 (Longleaf Partners Fund)、长叶合伙小资本基金 (Longleaf Partners Small Cap Fund)、长叶合伙不动产基金 (LongLeaf Partners Realty Fund) 以及长叶合伙国际基金 (Longleaf Partners International Fund)。

麦森·霍金斯对自己成功的原因没有丝毫疑虑。“我们的成功主要来自本·格雷厄姆和沃伦·巴菲特的教导。”他说。[18] 霍金斯，像巴菲特一样，喜欢好的公司，这些公司能够理解，有完美的平衡表，这些平衡表能带来自由的运营现金流（根据营运资本和资本支出做调整），并能说明公司在市场上的竞争地位占据优势。他也寻求那些有能力、以股东利益为导向而且擅长分配公司资本的经理。他通过计算公司未来自由现金流的现值来决定公司的内在价值。而且，就像本·格雷厄姆教给一代投资者的那样，霍金斯要求每一笔购买都应当有安全边际。他的安全边际非常具体：购买公司必须以不超过其内在价值 60% 的价格进行。

1998 年，霍金斯与东南资产管理公司的其他投资经理人和分析家们，都感觉到很难找到符合他们要求的安全边际的美国公司。但是，在海外，许多优秀的公司正在以大大低于其内在价值的价格出售。根据章程，长叶合伙基金可以购买外国证券，但是不得高于公司投资的 30%。由于海外的投资机会非常多，霍金斯决定成立国际基金，这样就能把更大比例的资金投入外国证券。

长叶合伙国际基金与大多数国际基金不同。因为，在一个方面，霍金斯与合伙经理人 G· 斯坦利·盖茨 (G. Staley Gates)、安德鲁·麦德蒙 (Andrew McDermott) 都希望他们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金注册为一个非多样化的基金，这样，他们就可以进行更多的集中投资。[19]

另外，东南资产管理公司的领导团队决定，基金应当严格遵循由下而上的运行。换句话说，基金不能有任何地理上的偏见。基金经理人寻找他们能找到的 20 家最好的国际投资，而不论国别、部门或者投资组合与国际指数对比的结果。作为真正的公司所有人，他们并不在意他们的投资组合与某些国际指数相比的结果如何。相反，他们想知道：我们拥有的公司的经济收益如何？要成为股东，我们应当付出什么样的价格？

国际公司的持股人必须与那些只购买美国公司的人进行至少相同水平的调查。他们必须不仅能理解公司，还能衡量管理层的水平，并能解释平衡表和收入陈述。

对某些国际投资者来说，一个共同的困难是国家之间的会计标准不同。霍金斯相信，必须调和某些相异点。他承认，美国标准与英国、西欧和日本所采用的会计标准确有不同，但是，他的分析团队能够找到那些对公司所有人来说重要的差异。"我们从来不看 GAAP 收益，"他说，"我们对公司所有人能获得的税后自由现金流感兴趣，只要公司的资本支出与运营资本需求能维持平衡。"

根据霍金斯的话，大多数国际公司都会把折旧和摊销时间表明确列出。"我们调和各种时间表，以得出正常运营的现金流，从正常运营的现金流中减去必需存货、应收款项和替代资金需求。这些数据在工业化国家都是可以获得的，"霍金斯解释说，"只有在刚成立的国家，你才会发现解释会计陈述更加困难。"

在这儿，必须要注意，所有的国际投资者都必须考虑一件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事：国别风险。世界上许多刚成立的国家和新的股票市场对个人和专业人士都非常具有投资吸引力，但是，这些刚成立的国家在经济和政治上的不稳定性可能比投资者预想的要大得多。例如，严重的政治风险让人很难预测何时国家权力的转移可能导致征收私人财产。国家的经济可能会很不稳定，造成该国货币非常昂贵，无法兑换。又比如，某个国家的会计标准，根据美国标准来看可能很不完善，这样，就很难正确衡量该国公司的经济价值。在上述任何一个例子中，长叶的分析家们都不会投资。“我们确实不想投资于某个国家的公司，如果你不愿意把现金存入这个国家的银行账户中的话。”霍金斯引述他的助手安德鲁·麦德蒙的话解释说。

集中投资于国际公司的挑战

- 会计标准也许不同。
- 该国货币对美元的汇率也许会有下跌的风险。
- 会晤管理层也许会更困难。
- 政治、社会和经济骚乱可能会毁了公司并且吞没预期收益。

注意到长叶合伙国际基金公司是完全套头交易的，这点也很重要。公司把基金投资于任何一国的总资产都卖空成美元。这就保障了另外一项共同的但是经常被忽视的国际投资风险。

敏锐的国际投资者们已经知道，他们可能能够获得外国公司的经济利益，但是，仍然会因为外国货币对美元的汇率下跌而遭受损失。当某个外国货币对美元的汇率下跌时，就要花费更多的该国货币兑换成美元，这就潜在地抵消了拥有运行良好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司所带来的经济收益。通过卖空他们投资的国家的货币，个人投资者就能保护自己不必遭受货币交易的潜在损失。

换汇会花费一定的成本，这样就减少了潜在的投资收益。但是，由于国际货币的波动，麦森·霍金斯相信，换汇是保护股东资金的一项谨慎的策略。“我们根据自己的估计设定换汇成本，”他解释说，“当你审查公司的经济价值的时候，必须减去换汇成本或加上换汇收益。所以，如果你的平均持有期是5年的话，你就要考虑纯成本。”

这些对外国公司感兴趣的人需要改变折扣率以补偿潜在风险吗？霍金斯认为不必。“如果我们把汇换回来，就不必调整折扣率。”今天，长叶采用的折扣率介于9.5% ~ 10.5%之间。“对长期债券来说，这是一笔很大的贴水，”霍金斯承认说，“但是我们认为这是一个证券投资者购买任何公司的最低需求。”

除了要解释略有不同的会计陈述，以及把投资换成现汇的风险外，遵循巴菲特投资准则的国际投资者们还要面临一项挑战：会晤管理层。由于公司的所有人对管理层打算如何经营公司以及如何分配资金都非常敏感，所以他们都非常希望和管理层联系。拥有外国公司可能会使这种想法很难实现。并非每个投资者都打算到海外去会晤管理层，而且，即使这种会面是可能的，也不是每个经理都打算坐下来和你聊聊的。

长叶的专业人士经常有机会和管理层会晤，而且他们经常发现自己在全球旅行以进行这种会晤。然而，为了减少不必要的旅行，分析人士们必须提前在家做好金融准备。在他们计划一次拜访之前，他们首先必须决定公司是否符合最低财务标准，还要决定交易的股价是否是满意的内在价值的折扣价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

霍金斯解释说，和外国公司的管理层会晤并非总是必需的。所需要的大部分东西都能在互联网上获得。“我认为，投资者可以通过阅读公司的代理陈述、过去5年公司的年度报告以及杂志和报纸上报道的与经理层会晤的情况，获得关于公司及其管理团队的大量信息。而且，公司的网站上也有大量有价值的信息。”

“我认为，康瑞德·布莱克（Conrad Black），霍灵格国际公司（一家加拿大传媒公司）的CEO写了最好的年度报告，”长叶的联合经理人安德鲁·麦德蒙说，“他用外行的话解释了股票回购：‘这就像是在一个巨大的范围内用1角换5分。’”(OID)[20]

媒体上也广泛报道说，几个日本经理人采用理性的方法管理其公司。麦德蒙特别谈到了利蓬火灾与海事保险公司（Nippon Fire & Marine Insurance Company）的总裁肯·马次峃瓦(Ken Matsuzawa)。“他是日本非寿险部门第一个理解公司管理、管理层补偿制度以及提高股东收益的重要性，而不仅仅是强调雇员和其他客户的重要性的日本CEO，”麦德蒙解释说，“马次峃瓦根据这个信念采取行动，他重新购买股票，对小公司进行有吸引力的并购、削减成本并改革利蓬的投资程序。”(OID)[21]

去年，新证券法规则的13F－D条款（公平披露）颁布了，它可以帮助拉平所有投资者的投资领域，包括个人投资者和专业投资人士。在新规则下，公开交易公司的管理层不能向分析人士或机构投资者披露公司的相关信息，除非他同时向所有股东披露该信息。大多数观察家相信，大多数公司都会利用大众媒体和本公司的网站作为公开交流的工具。他们还相信，许多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外国公司也会采用这种新的交流方式，不仅和他们自己的股东交流，而且和那些对公司感兴趣的新股东交流。

根据沃伦·巴菲特的准则，这一新规则是否会妨碍我们分析公司的能力呢？按照麦森·霍金斯所说，绝对不会。“它（规则 13F－D）会使 99% 的华尔街人士感到失望，这些人关心公司每季的金融状况，而那样就意味着短期价格波动更大。但是，那也意味着更多的大公司会被无效率地定价。”

带着巨大的成功，长叶的分析人士们超越了沃伦·巴菲特。他们不仅主动地投资于外国，还投资于临时性的外国技术公司。就像长叶的斯坦利·盖茨说的，“像其他任何一个行业一样，技术开始考虑商业、人和价格。我们已经投资而且将继续投资技术，但必须是按我们的条件。根据商业/人/价格模式，我们必须知道它们是如何运作的。我们必须知道它们的竞争优势；我们需要了解、信任并且喜欢这些驾驭技术的经理人，同时，更重要的是，我们应当更便宜地购买这些技术。”（OID）[22]

长叶在国际技术购买中一个成功的例子就是欧洲最大的电子公司飞利浦电子公司。半导体部门是这个公司最大的一个部门，但并不是这一点吸引了长叶。吸引它的是该公司股票价格短期内的剧烈变动，该变动为在低过资产负债表上净现金和市场安全线购入股票提供了机会。长叶已经为该股票的下跌做好了准备。他们绝不会放弃一次免费得到价值 200 亿美元的半导体及相关电子企业的机会。“我们永远不能理解，对一个国家、地区或者某个领域，仅仅根据短如一周的时间来判断其好坏，”麦德蒙解释说，“这就给我们提供了一个绝佳的机会，我们所要做的就是将数字贴在相应的公司名字上。”（OID）[23]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

今天，长叶国际基金已经在全球范围内进行投资。它拥有财务公司、工业和服务业公司以及零售业公司，这些公司分布在加拿大、英国、日本、新西兰、南非、百慕大以及欧盟。在每一项交易中，它搜寻的东西和巴菲特搜寻的一样：能够产生良好经济效益的好公司，这些公司由精明的经理人管理，能够以便宜的价格收购。有时，在美国就能够遇到这样的公司，但是，在海外碰到的更多。

寻找的关键——随时随地

好的公司是能创造出巨大经济收益，由聪明的经理人管理，并能以低廉的价格获得的公司。

我们的世界每一天、每一秒都在发生变化。新公司不断成立；新行业不断形成；新技术不断被发明；新政府不断产生，而熟悉的国家也不断更新，在国际舞台上扮演不同的角色。这些变化令人感到兴奋还是惊惶，关乎你自己的心理结构，关乎你对变化的个人反应。但是，毫无疑问，这些变化都代表着可获利的投资机会。

你将必须作出一些努力。例如，有一个理解新技术的学习曲线过程，而且，翻译外国会计陈述开始时可能非常难。但是，这些努力的回报都是实实在在的。

正如生态系统会随时间而变化一样，市场和经济也在一直发展和调适。作为投资者，我们最大的挑战是保持灵活和开放，并尽可能地使自己不断接受教育。以巴菲特的永恒准则为保障，我们不必担心这些新的挑战，而应当满怀热情，不断前进。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向最好的学习

本书的主要目的是帮助投资者理解和运用这些引导沃伦·巴菲特获得成功的策略。我的期望是，从他的经历中学到东西，你就能够前进和运用他的方法。也许，在将来你会看见有公司模仿他的收购，并且，了解了巴菲特在相似的情况下会如何去做，你就能为从他的教导中获利做好准备。

我相信，巴菲特的成功与其他人的失败一样，不是因为他拥有一种天生的超级能力。“对我非常有帮助的是，”他解释说，“让那些从商学院出来的成千上万的（学生们）了解，这样思考没有任何意义。”[24]我并不是想暗示巴菲特的平凡，远不是这样。巴菲特无疑是非常优秀的。但是，巴菲特和其他专业投资人士之间的差距被这些人自己的想法扩大了，这些人选择了参加失败者的游戏，这种游戏，巴菲特不会参加。本书的读者也面临这种选择。

成功是理性思考的产物。

巴菲特投资策略的推动力量是理性分配资金。决定如何分配公司的收益是公司经理人要作出的最重要的决定；而决定如何分配个人储蓄是投资者要作出的最重要的决定。理性——在作出选择时理性思考——是巴菲特最推崇的品质。尽管理性的基础也许是奇思妙想，但在金融市场中确实有一种推理过程。巴菲特的成功是给这个推理过程定位，以及他从不偏离这个道路的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特曾经失败过几次，而且无疑将来还会有失败。投资成功并不是绝无错误的同义词。相反，成功来自做对的事情比做错的事情多。采用巴菲特的投资方法并无不妥。这种方法的成功在于尽可能少做错事——这种事情非常多而且复杂（预测市场、经济以及股价），并尽可能把事情做对——这种事情非常少而且简单（为公司确定价值，并以低于公司内在价值的价格购买）。

在他的一生中，巴菲特尝试了多种不同的方法。年轻时，他甚至尝试过亲手绘制股票走势图。但是，他相信，他之所以有可能成功，是因为他从别人那里学到了非常多的东西——通过向本·格雷厄姆学习，阅读菲利普·费舍的著作，以及和查理·芒格一起工作。这三个人思想的综合被许多人认为是我们近代历史上最优秀的金融思想。“我不认为我有什么新颖的想法，”巴菲特曾经说，“当然，我谈论自己阅读格雷厄姆，我也读过菲利普·费舍的著作。所以，我自己在阅读中有很多想法。你可以从别人那里学到很多东西。事实上，我想，如果你基本上都是从别人那里学东西，那么你就不必有太多自己的想法。你只需要运用自己了解得最好的就行了。”（OID）[25]

经过了45年时间和市场的各种变化，巴菲特找到了自己的位置。有一点对所有的事情都有意义：投资战略与个性相适应。“我们的（投资）态度，”巴菲特说，“适应我们的个性，并和我们希望过的生活方式相适应。”[26]这种和谐在巴菲特的态度中很容易找到。他总是快乐和积极向上的。他对每天的工作感到真正的兴奋。“我希望生活中拥有的东西都在这儿了，”他说，“我热爱每一天。我的意思是，在这儿跳踢踏舞，并和我喜欢的人一起工作。”[27]“世界上没有比管理伯克夏更有趣的工作了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而我能在这儿是多么幸运。”[28]

获得知识需要一个过程。沃伦·巴菲特和查理·芒格从前人那里学到了很多，并把这些知识融入到自己的理解中，现在还宽容地把这些提供给别人——那些头脑清醒、精力旺盛、思想开放，愿意完成自己的工作，并尽可能地学习的人。

无疑，本章描述的这三位获得巨大成功的资金经理人得益于遵循巴菲特哲学的精髓。但是，他们并非是毫无主见地盲从。他们每个人都用自己的方式，把巴菲特的方法运用到新的领域。在这个过程中，每个人都为巴菲特提炼的投资哲学增加了新的知识和经验。

向最好的学习是一个双层面的过程：既是权利也是责任。我们满怀感激地接受前人的聪明才智，这是我们的权利；然后，怀着敬意，我们把这些聪明才智传给后来人，这是我们的责任。

秉承永恒准则的指导，我们的路还在继续。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注　　释

Notes

第一章　不合常理的人

1. 引自 V. Eugene Shahan 的文章，《短期业绩与价值投资是互斥的吗?》（*Are Short-Term Performance and Value Investing Matually Exclusive*?），用来描述沃伦·巴菲特，*Hermes* 杂志，1986 年春季。
2. 卡罗尔·鲁密斯，《沃伦·巴菲特不为人知的故事》，《财富》杂志，1988 年 4 月 11 日，第 34 页。
3. 伯克夏·哈撒韦 1996 年年度报告，第 16 页。
4. 伯克夏·哈撒韦 1997 年年度报告，第 14 页。
5. 斯蒂芬·J·古尔德，《从柏拉图到达尔文：精英全记录》，1996 年，第 116 页。
6. 彼德·博恩斯坦恩，《去年的 400 点击球手在哪里?》，《金融分析家》杂志，1998 年 11/12 月号，第 6 页。
7. 同上，第 11 页。
8. 《广播》杂志，1996 年 6 月 9 日。
9. Ronald Surz，《R 型方图和字母与字母表大不相同》，《投资》杂志，1998 年夏季号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10. 伯克夏·哈撒韦 1993 年年度报告，第 16 页。
11. 同上，第 14 页。
12. 同上。
13. 伯克夏·哈撒韦 1997 年年度报告，第 5 页。
14. 同上。
15. 约翰·梅内德·凯恩斯，《劳动、利息与货币的一般理论》（奥兰多，FL：Harcourt Brace，1964 年）。
16. 本杰明·格雷厄姆和戴维·多德，《证券分析》（纽约：McGraw-Hill，1951 年）。
17. 《杰出投资者文摘》，1997 年 8 月 8 日，第 14 页。
18. 我很感激 Larry Pidgeon 在这个问题上的想法。
19. 《杰出投资者文摘》，1998 年 3 月 13 日，第 56 页。
20. 《杰出投资者文摘》，1997 年 8 月 8 日，第 19 页。
21. 乔治·约翰逊，《思想的火花：科学、信念与探索秩序》（纽约：Vintage Books，1995 年），第 104 页。
22. Andrew Kilpatrick，《永恒价值之中：沃伦·巴菲特的故事》（伯明翰，AL：AKPE，1998 年），第 794 页。
23. 罗·查农，《银行家之死：大型金融王国的没落与小投资者的成就》（纽约：Vintage Books，1997 年）。
24. 托马斯·库恩，《科学革命的结构》（芝加哥：芝加哥大学出版社，1970 年），第 77 页。
25. 芒格的想法对我非常有启发，对投资者们非常有价值，我觉得他的想法值得用一本书来讨论，结果就是《结构：新投资》，罗伯特·海格卓姆著（纽约：Texere，2000 年）。
26. 《杰出投资者文摘》，1995 年 5 月 5 日，第 49 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

27. 同上。
28. 同上。
29. 《杰出投资者文摘》，1997 年 8 月 8 日，第 61 页。
30. 同上，第 13 页。

第二章 世界上最伟大的投资者

1. The Carson Group，全球资本市场信息咨询公司，公司位于纽约，1999 年 11 月 22 日公布其调查结果。想获得更多信息，请与公司联系。公司网址是：www. carsongroup. com 或致电 212/581 -4000。
2. 卡罗尔·鲁密斯，《沃伦·巴菲特不为人知的故事》，《财富》，1988 年 4 月 11 日，第 30 页。
3. 沃伦·巴菲特，《格雷厄姆－多德村的超级投资者》，*Hermes* 杂志，1984 年秋季号。
4. 沃伦·巴菲特，《我最喜欢的证券》，《商业和金融年史》，1951 年 12 月 6 日；Andrew Kilpatrick，《永恒价值之中：沃伦·巴菲特的故事》修订版（伯明翰，AL：AKPE，2000 年），第 302 页。
5. 伯克夏·哈撒韦 1999 年年度报告，第 9 页。
6. 买价经常被引述为 220 亿美元，在某种意义上，这是对的。1998 年 6 月两家公司宣布，伯克夏将以高出大众再保险股票终止交易价格 29% 的价格，用伯克夏股票等值换购大众再保险的股票。但是交易 6 个月后才真正完成，当时，两种股票的价格都下跌了。大众再保险的股东最终是按每股 204. 40 美元的价格出售的，而不是按照 6 月份的每股 276. 50 美元。这样，实际的购买价格约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为 160 亿美元的伯克夏股票，而不是 220 亿美元。

7. 引自 Kilpatrick，《永恒价值之中》，第 18 页。
8. 伯克夏·哈撒韦 1999 年年度报告，第 6 页。
9. 引自 Kilpatrick，《永恒价值之中》，第 14 页。
10. 伯克夏·哈撒韦 1997 年年度会议上的讲话，引述自珍妮·罗威斯关于查理·芒格的传记作品《真正正确的!》（纽约，约翰·韦利，2000 年）。
11. 伯克夏·哈撒韦 1999 年年度报告，第 13、14 页。
12. 同上，第 14 页。
13. Kilpatrick，《永恒价值之中》，第 413 页。
14. 同上，第 452 页。
15. 同上。
16. Howard Banks，《飞翔的巴菲特》，《福布斯》杂志，1988 年 9 月 21 日。
17. 伯克夏·哈撒韦 1999 年年度报告，第 10 页。
18. 伯克夏·哈撒韦 1987 年年度报告，第 22 页。
19. 伯克夏·哈撒韦 1999 年年度报告，第 3 页。

第三章　金融界三个杰出人物的经验

1. 亚当·史密斯，《超级资金》（纽约：Random House，1972 年），第 178 页。
2. 《纽约时代》，1934 年 12 月 2 日，第 13D 页。
3. 本杰明·格雷厄姆和戴维·多德《证券分析》，第三次修订版（纽约：McGraw-Hill，1951 年），第 38 页。
4. 同上，第 13 页。
5. 《本·格雷厄姆：投资价值的祖父仍在关注》，《机构投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者》，1974 年 4 月号，第 62 页。

6. 同上，第 61 页。

7. John Train，《资金控制》（纽约：Penguin Books，1981 年），第 60 页。

8. 菲利普·费舍，《怎样选择成长股》（纽约：哈泼兄弟出版公司，1958 年），第 11 页。

9. 同上，第 16 页。

10. 同上，第 33 页。

11. 菲利普·费舍，《发展投资哲学》，金融分析家研究基金，第 10 本专论，第 1 页。

12. 费舍，《怎样选择成长股》，第 13 页。

13. 费舍，《发展投资哲学》，第 29 页。

14. Andrew Kilpatrick，《永恒价值之中：沃伦·巴菲特的故事》修订版（伯明翰，AL：AKPE，2000 年），第 89 页。

15. Andrew Kilpatrick，《沃伦·巴菲特：华尔街的好小伙》（纽约：Donald I. Fine，1992 年），第 38 页。

16. Robert Lenzner，《沃伦·巴菲特的梦想：我不必和不喜欢的人一起工作》，《福布斯》杂志，1993 年 10 月 18 日，第 43 页。

17. 伯克夏·哈撒韦 1989 年年度报告，第 21 页。

18. L. J. Davis，《巴菲特持股》，《纽约时代》杂志，1990 年 4 月 1 日，第 61 页。

19. 伯克夏·哈撒韦 1987 年年度报告，第 15 页。

20. 伯克夏·哈撒韦 1990 年年度报告，第 17 页。

21. 本杰明·格雷厄姆，《聪明的投资者》，第 4 版（纽约：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Harper & Row，1973 年)，第 287 页。

22. 沃伦·巴菲特，《我们能从菲利普·费舍身上学到什么》，《福布斯》，1987 年 10 月 19 日，第 40 页。

23. 《资金人管理者——奥玛哈如何和华尔街对阵》，《福布斯》，1969 年 11 月 1 日，第 82 页。

第四章 收购指导：12 条不变的准则

1. 伯克夏·哈撒韦 1987 年年度报告，第 4 页。

2. Robert Lenzner，《沃伦·巴菲特的梦想：我不必和不喜欢的人一起工作》，《福布斯》杂志，1993 年 10 月 18 日，第 43 页。

3. 《财富》，1993 年 11 月 11 日，第 11 页。

4. 伯克夏·哈撒韦 1992 年年度报告，第 15 页。

5. 伯克夏·哈撒韦 1987 年年度报告，第 7 页。

6. 伯克夏·哈撒韦 1989 年年度报告，第 22 页。

7. 伯克夏·哈撒韦 1982 年年度报告，第 57 页。

8. Robert Lenzner，《沃伦·巴菲特的梦想：我不必和不喜欢的人一起工作》。

9. 伯克夏·哈撒韦 1991 年年度报告，第 8 页。

10. 卡罗尔·鲁密斯，《沃伦·巴菲特不为人知的故事》，《财富》，1988 年 4 月 11 日，第 32 页。

11. “资本成本”等于债务成本加上权益成本，用比例方法。债务成本就是公司借款的利息率，根据利息成本的折扣进行调整。权益成本根据公司风险决定，由 CAPM 衡量。欲寻求更多信息，参见罗伯特·海格卓姆的《沃伦·巴菲特的投资组合》（纽约：约翰·韦利，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1999 年），第 91 ~ 93 页。

12. 伯克夏·哈撒韦 1988 年年度报告，第 5 页。
13. 伯克夏·哈撒韦 1986 年年度报告，第 5 页。
14. 伯克夏·哈撒韦 1989 年年度报告，第 22 页。
15. 同上。
16. Linda Grant，《管理 40 亿美元的家伙》《洛杉矶时代》，1991 年 4 月 7 日，杂志栏，第 36 页。
17. Robert Lenzner，《沃伦·巴菲特的梦想：我不必和不喜欢的人一起工作》，《福布斯》杂志，1993 年 10 月 18 日，第 43 页。
18. 伯克夏·哈撒韦 1985 年年度报告，第 9 页。
19. 伯克夏给股东的信，1977 ~ 1983 年，第 17 页。
20. 伯克夏·哈撒韦 1987 年年度报告，第 20 页。
21. 同上，第 21 页。
22. 伯克夏·哈撒韦 1984 年年度报告，第 16 页。
23. 伯克夏·哈撒韦 1986 年年度报告，第 25 页。
24. 卡罗尔·鲁密斯，《沃伦·巴菲特不为人知的故事》，《财富》，1988 年 4 月 11 日，第 34 页。
25. 伯克夏·哈撒韦 1990 年年度报告，第 15 页。
26. 伯克夏·哈撒韦 1982 年年度报告，第 52 页。
27. 从技术上讲，用“折算率”比使用“利息率”更正确。不论我们是在确定债券的价值，还是使用相同的概念确定未来收益流的价值，对未来的数据进行正确折现涉及复杂的数学公式。它并不是简单地把每年的数据相加，然后乘以，比如说，9%。金融专家们使用折算率表格来填入正确的数字。例如，看一下本章的表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.2。标明“折算因素”的那一行显示了头 10 年实际使用的数字——0.9174，0.8417 等——实现了 9% 的折算率。

28. 伯克夏·哈撒韦 1989 年年度报告，第 5 页。
29. Jim Rasmussen，《巴菲特与学生谈投资策略》，《奥玛哈世界——宣传》，1994 年 1 月 2 日，第 26 页。
30. 伯克夏给股东的信，1977～1983 年，第 53 页。
31. 伯克夏·哈撒韦 1996 年年度报告，第 15 页。
32. 引自伯克夏·哈撒韦 1993 年年度报告，第 14 页。
33. Andrew Kilpatrick，《沃伦·巴菲特：华尔街的好小伙》（纽约：Donald I. Fine，1992 年），第 123 页。
34. Mark Pendergrast，《献给上帝、祖国和可口可乐》（纽约：Scribner's，1993 年）。
35. Art Harris，《改变事情的人》《华盛顿邮报》，1985 年 7 月 22 日，第 B1 页。
36. 《80 年代战略》，可口可乐公司。
37. 同上。
38. 第一阶段的 10 年采用 15% 的年增长率。后略。
39. Robert Lenzner，《沃伦·巴菲特的梦想：我不必和不喜欢的人一起工作》，《福布斯》杂志，1993 年 10 月 18 日，第 43 页。
40. 伯克夏给股东的信，1977～1983 年，第 82 页。

第五章 集中投资：理论与机制

1. 与沃伦·巴菲特面谈，1994 年 8 月。
2. Andrew Barry，《没有桃色新闻 股票暂时休息》，《拜瑞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恩》，1998 年 11 月 16 日，第 MW1 页。

3. 伯克夏·哈撒韦 1993 年年度报告，第 15 页。
4. 同上。
5. 与肯·费舍（Ken Fisher）面谈，1998 年 9 月 15 日。
6. 与沃伦·巴菲特面谈，1994 年 8 月。
7. 《杰出投资者文摘》，1995 年 8 月 10 日，第 63 页。
8. 同上。
9. 彼德·L·博恩斯坦恩，《与上帝作对》（纽约：约翰·韦利，1996 年），第 63 页。
10. 同上。
11. 同上。
12. 《杰出投资者文摘》，1995 年 5 月 5 日，第 49 页。
13. Robert L. Winkler，《贝尔推理与决策介绍》（纽约：Holt, Rinehart and Winston，1972 年），第 17 页。
14. Andrew Kilpatrick，《永恒价值之中：沃伦·巴菲特的故事》（伯明翰，AL：AKPE，1998 年），第 800 页。
15. 《杰出投资者文摘》，1990 年 4 月 18 日，第 16 页。
16. 同上。
17. 《杰出投资者文摘》，1994 年 6 月 23 日，第 19 页。
18. 罗伯特·海格卓姆，《沃伦·巴菲特之路》（纽约：约翰·韦利，1994 年）。
19. 伯克夏·哈撒韦 1990 年年度报告，第 16 页。
20. 伯克夏·哈撒韦 1993 年年度报告，第 15 页。
21. 伯克夏·哈撒韦 1990 年年度报告，第 16 页。
22. 伯克夏·哈撒韦 1993 年年度报告，第 16 页。
23. 爱德华·O·托普，《战胜庄家：21 点的制胜策略》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（纽约：Vintage Books，1962 年）。

24. 我很感激比尔·米勒指出了 J·L·凯利增长模型。
25. 克劳德·杉农，《通讯的数学理论》，《贝尔系统数学杂志》，1948 年 7 月 27 卷 3 号。
26. J·L·凯利，《信息率新解》，《贝尔系统数学杂志》，1956 年 7 月 35 卷 3 号。
27. 《杰出投资者文摘》，1995 年 5 月 5 日，第 57 页。
28. 安德鲁·贝尔，《选出胜者：赌马指南》（纽约：Houghton Mifflin，1994 年），第 178 页。
29. 《杰出投资者文摘》，1995 年 5 月 5 日，第 58 页。
30. 要了解现代金融发展的全面历史复兴过程，请参阅彼德·伯恩斯顿所著《资本思想：现代华尔街不可思议的起源》（纽约：The Free Press，1992 年）。
31. 同上，第 47 页。
32. Jonathan Burton，《沿着有效的边界前进》，《道·琼斯资产管理》，1997 年 5/6 月号，第 22 页。
33. 博恩斯坦恩，《资本观念》，第 86 页。
34. 同上，第 13 页。
35. 《杰出投资者文摘》，1990 年 4 月 18 日，第 18 页。
36. 伯克夏·哈撒韦 1993 年年度报告，第 13 页。
37. “内在价值风险”是 Rutledge & Company 公司的 John Rutledge 发明的一个术语，《福布斯》，1994 年 8 月 29 日，第 279 页。
38. 伯克夏·哈撒韦 1993 年年度报告，第 13 页。
39. 《杰出投资者文摘》，1994 年 6 月 23 日，第 19 页。
40. 伯克夏·哈撒韦 1993 年年度报告，第 12 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

41. 《杰出投资者文摘》，1996 年 8 月 8 日，第 29 页。
42. 伯克夏·哈撒韦 1988 年年度报告，第 18 页。
43. 同上。
44. 《杰出投资者文摘》，1996 年 8 月 8 日，第 29 页。

第六章 管理你的投资组合：集中投资的挑战

1. 本杰明·格雷厄姆，《华尔街主管论文集》（纽约：McGraw-Hill，1996 年），第 239 页。
2. 该演讲被哥伦比亚商学院出版的 *Hermes*（1984 年秋季）采用，为同名文章。本处直接引自该文章。
3. 沃伦·巴菲特，《格雷厄姆－多德村的超级投资者》，*Hermes*（1984 年秋季）。巴菲特在文章中列举的超级投资者包括 Walter Schloss，他于 20 世纪 50 年代中期同巴菲特一起在格雷厄姆－纽曼公司工作；Tom Knapp，他也曾在格雷厄姆－纽曼公司工作，后来，他和另一位格雷厄姆的追随者 Ed Anderson 成立了 Tweedy-Browne Partners 公司；比尔·瑞尼，格雷厄姆的学生，他后来创立了美洲杉基金；巴菲特的合伙人查理·芒格；太平洋合伙的 Rick Guerin；以及 Perlmeter Investments 的 Stan Perlmeter。
4. 引自伯克夏·哈撒韦 1991 年年度报告，第 15 页。
5. Jess H. Chua 和 Richard S. Woodward，《J·M· 凯恩斯的投资业绩：笔记》，《金融杂志》，1983 年 3 月，第 38 卷，1 号。
6. 同上。
7. 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8. 巴菲特，《超级投资者》。
9. 同上。
10. 同上。
11. 美洲杉基金 1996 年年度报告。
12. Solveig Jansson，《GEICO 在做分内的事》（GEICO Sticks to Its Last），《机构投资者》，1986 年 7 月，第 130 页。
13. 伯克夏·哈撒韦 1986 年年度报告，第 15 页。
14. 伯克夏·哈撒韦 1995 年年度报告，第 10 页。
15. 此处描述的分析是一个更大的分析研究的一部分，这个分析研究是我和 Villanova University 的博士 Joan Lamm-Tennant 做的，并以《集中投资：积极管理与指数投资的替代》为题发表专论。
16. 注意到这一点很重要，即，当基准收益高于分散化的投资组合的中期收益，表现超过基准的可能性就会上升，以致投资组合经理人会希望减少投资组合中股票的数量。如果基准收益低于分散化的投资组合的中期收益，这种关系就不会持续。换言之，在这种情况下，集中投资组合不会比分散的投资组合更有可能超过基准收益。但是，与分散化的投资组合相比，集中投资组合仍有可能获得更高的收益。
17. 巴菲特，《超级投资者》。
18. 约瑟夫·诺塞若，《谁获得了答案?》，《财富》，1997 年 11 月 24 日，第 329 页。
19. 同上。
20. 引自尤珍·沙汉的文章，《短期业绩和价值投资是互斥的吗?》，*Hermes* 杂志，1986 年春季。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

21. 美洲杉基金季度报告，1996 年 3 月 31 日。
22. 马克·卡哈特，《共同基金业绩的持续》，《金融》杂志，1997 年 3 月，第 52 卷，1 号；Burton G. Malkiel，《投资共同基金的收益，1971 年到 1991 年》，《金融》杂志，1995 年 6 月，第 50 卷，2 号。
23. Darryll Hendricks，Javendu Patel，与 Richard Zeckhauser，《共同基金的热浪：相对业绩的短期持续，1974 ~ 1988》，《金融》杂志，1993 年 3 月，第 48 卷 1 号。
24. 斯蒂芬·布朗和威廉姆·盖茨曼，《业绩持续》，《金融》杂志，1995 年 6 月，第 50 卷 2 号。
25. 广泛引用的话。
26. 伯克夏·哈撒韦 1987 年年度报告，第 14 页。
27. 同上。
28. 同上。
29. 伯克夏·哈撒韦 1981 年年度报告，第 39 页。
30. 本杰明·格雷厄姆与戴维·多德，《证券分析》（纽约：McGraw-Hill，1951 年）。
31. 伯克夏·哈撒韦 1987 年年度报告，第 15 页。
32. 伯克夏·哈撒韦 1991 年年度报告，第 8 页。
33. 同上。
34. 《杰出投资者文摘》，1995 年 8 月 10 日，第 10 页。
35. 广泛引用的话。墨菲用火车这个比喻来描述如何管理持股公司。
36. 伯克夏·哈撒韦 1996 年年度报告。
37. Carole Gould，《转手的代价》，《纽约时代》，1997 年 11 月 21 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

38. 罗伯特·杰弗瑞和罗伯特·阿诺德，《你的业绩是否好到足够缴纳税款?》，《投资组合管理》杂志，1993 年春季号。

39. 同上。

40. 鲁密斯，《沃伦·巴菲特不为人知的故事》，《财富》，1988 年 4 月 11 日，第 28 页。

41. 经常被引用的沃伦·巴菲特的话。

第七章　资金的情感面

1. 卡罗尔·鲁密斯，《股市中的巴菲特先生》，《财富》，1999 年 11 月 22 日。

2. Mark Hulbert，《做一只老虎，而非一只鸡》，《福布斯》，1992 年 5 月 25 日，第 298 页。

3. 伯克夏·哈撒韦 1990 年年度报告，第 17 页。

4. 沃伦·巴菲特，《你在股市上花大价钱买了个愉快协议》，《福布斯》，1979 年 8 月 6 日，第 25～26 页。

5. 伯克夏·哈撒韦 1992 年年度报告，第 6 页。

6. 伯克夏·哈撒韦 1986 年年度报告，第 16 页。

7. 本杰明·格雷厄姆，《聪明的投资者：一本实用忠言之书》（纽约：Harper & Row，1973 年），第 107 页。

8. 《杰出投资者文摘》，1995 年 5 月 5 日，第 51 页。

9. Brian O'Reilly，《为什么不能是那种投资?》，《财富》，1998 年 11 月 9 日，第 73 页。

10. Jonathan Burton，《那是不理智的》，《费用建议者》（*Fee Advisor*），1996 年 9/10 月号，第 26 页。

11. Fuerbringer，《为什么在牛市和熊市的行动都如此愚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蠢?》，《纽约时代》，1997 年 3 月 30 日，第 3 部，第 6 页。

12. D · G · 布鲁特，《个人和良好风险控制中的沃特 · 米提效应》，《美国心理学会第 77 届年会进程》（1969 年），第 425 ~ 436 页。
13. J. W. Atkinson，R. Bastian，W. Earl 和 G. H. Litwin，《成就驱动、目标设定以及概率偏好》，《异常与社会心理学杂志》，第 60 期（1960 年 11 月），第 27 ~ 36 页。J. W. Atkinson 和 G. H. Litwin，《作为避免失败动机的成就驱动与考试焦虑》，《异常与社会心理学杂志》，第 60 期（1960 年 11 月），第 52 ~ 63 页。
14. L. W. Littig，《概率偏好的技巧与机会趋向的后果》，《心理报告》，第 10 期，1962 年，第 72 ~ 80 页。
15. 《杰出投资者文摘》，1995 年 8 月 10 日，第 11 页。
16. 伯克夏 · 哈撒韦 1985 年年度报告。
17. 伯克夏 · 哈撒韦 1984 年年度报告，第 14 页。

第八章　新的机遇，永恒的准则

1. 《杰出投资者文摘》，1998 年 9 月 24 日，第 48 页。
2. 《杰出投资者文摘》，1998 年 3 月 13 日，第 55 页。
3. 伯克夏 · 哈撒韦 1992 年年度报告，第 13 ~ 14 页。
4. 《请真实的本 · 格雷厄姆站出来好吗?》，《福布斯》，1989 年 12 月 11 日，第 30 页。
5. 与艾瑞克 · 塞维茨面谈，1998 年 12 月 2 日。
6. 与艾米 · 阿诺德面谈，1998 年 12 月 2 日。
7. Adam Shell，《比尔 · 米勒：战胜市场是常事》，《投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商务日报》，1997 年 11 月 7 日。

8. 与比尔·米勒面谈，1998 年 12 月 1 日。
9. 比尔·米勒经常引用以帮助理解技术公司的一本书是 Jeff Moore 的《大猩猩游戏：挑选高科技赢家之投资者指南》（纽约：Harper Collins，1998 年）。
10. 与利萨·派皮诺面谈，1998 年 12 月 2 日。
11. 与比尔·米勒面谈，2000 年 10 月 2 日。
12. 与比尔·米勒面谈，1998 年 12 月 1 日。
13. 与莱格·麦森公司研究部主管利萨·派皮诺面谈，2000 年 10 月 16 日，除非特别注明，本部分中对利萨·派皮诺的话的引用全部来自这次面谈。
14. 《基金经理人面谈：Wallace R. Weitz，韦茨连锁价值基金》，*AAII* 杂志，1998 年 4 月。
15. 这个故事是沃利·韦茨在 2000 年 9 月 29 日和我面谈时告诉我的。除非特别注明，本部分中所有引自韦茨的话都来自这次面谈。
16. *AAII* 杂志，1998 年 4 月。
17. 伯克夏·哈撒韦 1991 年年度报告，第 15 页。
18. 与麦森·霍金斯面谈，2000 年 10 月 5 日。除非特别注明，本部分中所有引自霍金斯的话都来自这次面谈。
19. SEC 允许非分散化的基金将其投资组合的 24.9% 投到一种证券上，只要该投资组合一半资产的 5% 以上不用来购买一种证券。所以，理论上说，非分散化的基金在购买时，可以有两个 24.9% 的情况和 10 个 4.9% 的情况。
20. 《杰出投资者文摘》，1995 年 7 月 31 日，第 11 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

21. 同上，第 12 页。
22. 同上。
23. 同上。
24. Linda Grant，《拥有 40 亿经常性资产的家伙》，《洛杉矶时代》，1991 年 4 月 7 日，第 36 页。
25. 《杰出投资者文摘》，1995 年 8 月 10 日，第 21 页。
26. 伯克夏·哈撒韦 1987 年年度报告，第 15 页。
27. Robert Lenzner，《沃伦·巴菲特的梦想：我不必和不喜欢的人一起工作》，《福布斯》杂志，1993 年 10 月 18 日，第 40 页。
28. 伯克夏·哈撒韦 1992 年年度报告，第 6 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　谢

Acknowledgments

首先，我希望表达我对沃伦·巴菲特的感激之情，对巴菲特的教导和允许我使用他的著作资料表示感激。我一向认为，我早先的书能够获得成功是对沃伦·巴菲特的第一个和最重要的证明。无疑，巴菲特是现代历史上最成功的投资者，而且对任何个人投资者都能够起重要的模范作用。他的才智、魅力和智慧让全世界的投资者为之着迷。

我也要感谢查理·芒格对投资研究所作的智力上的贡献。他对“判断失误心理”和“精神模式结构”的见解极其重要，所有人都应当对此进行检查。我对查理的欣赏也包括感谢他关切的谈话和好心的支持。

多年来，我有无数次机会和许多聪明的人谈论巴菲特和投资。不论他们是否意识到，他们都给了我许多重要的见解，这些最终都在本书中得到反映。我要真诚地感谢 Chuck Akre，Al Barr，David Braverman，Jamie Clark，Bob Coleman，Chris Davis，Charles Ellis，菲利普·费舍（Phil Fisher），Bob Goldfarb，Ed Haldeman，Ajit Jain，Michael Levitan，Michael Mauboussin，Larry Pidgeon，比尔·瑞尼（Bill Ruane），Tom Russo，Alice Schroeder，娄·辛普森（Lou Simpson），Ed Thorp，Dale Wettlaufer 以及 Da-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

vid Winters。

我特别要感谢沃利·韦茨和麦森·霍金斯，他们俩和我共同度过了许多有价值的时光，并向我描述了自己是如何把巴菲特的准则运用到基金中并获得成功的。

我非常幸运能够和比尔·米勒共事。他是一个天才的老师。他的耐心、慷慨精神，清楚地说明抽象概念的能力和天赋在许多方面都对我有巨大的帮助，特别是在本书中，他向我展示了如何把沃伦·巴菲特的方法运用到技术领域中。谢谢你，比尔。我也很幸运能够在一个相互支持和提携的环境中探索巴菲特的投资方法。我要感谢莱格·麦森基金管理公司的所有同事们给予我的精神支持，特别要感谢利萨·派皮诺，为了她的见解、她宝贵的时间以及她的深思熟虑。我要向莱格·麦森集中投资基金公司的 Cathy Coladonato 和 Ericka Peterson 表达我特别的感激之情，他们做出了艰苦的努力和巨大的奉献。

我还要感谢《永久价值：沃伦·巴菲特的故事》一书的作者 Andy Kilpatrick，以及《巴菲特：一位美国资本家的成长》一书的作者 Roger Lowenstein。我经常为了研究而翻阅这些书籍。在我看来，Andy 是伯克夏·哈撒韦公司的官方历史学家，而 Roger 所著的沃伦·巴菲特的传记是具有权威性的。

我有幸和 Villanova 大学的博士 Joan Lamm-Tennant 一起工作，因为我们都满怀热情地研究集中投资的概念。还要感谢 Pat Shunk 给予我的计算机程序方面的帮助，Justin Green 教授的调查研究以及他在风险承受方面所提供的帮助。

所有投资者以及本书的所有读者，要特别感谢亨利·爱默森（Henry Emerson）——《杰出投资者文摘》（*Outstanding Investor Digest*，*OID*）的编辑。亨利收集了伯克夏·哈撒韦的年度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会议报告以及沃伦·巴菲特和查理·芒格所作的讲演，并把这些刊登在他的出版物上。在亨利的同意下，我在本书中大量引用了《杰出投资者文摘》中的话。

我和约翰·韦利父子公司（John Wiley & Sons）的关系也非常令人愉快。我感谢他们对我所著关于沃伦·巴菲特的书的关注。特别感谢本书的出版商和编辑 Joan O'Neil。

事实上，我一直对能够得到 Sebastian Agency 的 Laurie Harper 做我的代理商感到幸运。Laurie，一句话，令人敬畏。她不仅高贵、优雅、令人愉悦，而且她总是希望能走得更远，以保证我们的作品是一流的。

我上述所有这些感谢，都无法与我对我的写作搭档 Maggie Stuckey 的感激之情相比。Maggie 是合作者、编辑、拉拉队队长。这是我们合作写的第五本书了，和以往一样，她全身心地投入这个项目。尽管她在 Oregon 工作，而我在宾州，但是，总感觉好像她就坐在我对面。我们经常一个看法一个看法地讨论，一章一章地交流，寻找最好的方式来组织材料，阐明观观点。作为作者的我和作为读者的你，都非常幸运，因为 Maggie 和我们分享了她的许多天分。

任何坐下来写书的人都知道，写书意味着要单独度过许多时光，为细节而不断工作。不可避免，这些时间里你无法和家人在一起。写作需要作者作出一些牺牲，甚至需要作者的家庭作出牺牲。我非常喜爱我的孩子 Kim、Robert 和 John，而且，我永远忠于我的妻子 Maggie，她总是支持着我和这个家庭。她源源不断的爱使任何事情都成为可能。虽然在致谢名单上他们最后出现，但在我心中，他们永远是我的最爱。

对本书中所有好的和正确的内容，你要感谢上述人们。对所有错误和遗漏之处，我独自承担责任。

罗伯特·G·海格卓姆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的新主张
The Essential Buffett

本书不仅是对沃伦·巴菲特投资智慧的总结和提炼，也是投资理论与实践的教程。罗伯特·海格卓姆不仅抓住了巴菲特、格雷厄姆和费舍尔等投资巨头的核心思想，而且清楚透彻地阐述了他们投资技巧的理论基础。《巴菲特的新主张》不是一本书，而是一个投资图书馆。

——克里斯·戴维斯

戴维斯纽约创投基金及精选美国股份基金公司投资经理

这是一本非常了不起的书！罗伯特·海格卓姆为读者展示了投资大师们的经典理论，其中大部分都来自沃伦·巴菲特。正如巴菲特所说，投资不是简单地购买股票的活动，而是一个理解企业商业模式和内在价值的过程。海格卓姆成功地证明了任何投资都可以因应用巴菲特的理论而获得成功。当人们在讨论新经济是否应该需要新的投资规则时，也要牢记巴菲特的投资原理。

——大卫·戴克尔

杰纳斯战略价值投资基金投资经理

本书令人信服地证明了巴菲特的投资原则更能适应21世纪风云变幻的投资环境。罗伯特·海格卓姆相信巴菲特的投资原则完全可以使投资者在新经济的浅滩中畅通无阻。

——凯·布斯

贝尔斯登公司全球股票分析部主任



ISBN 978-7-80700-068-6/F·15
定价：36.00元
陈列类别◇财经类◇金融投资